

Les Avantages offerts aux Souscripteurs et aux Porteurs de Fonds d'Etat Français

Thèse pour le Doctorat en Droit

présentée et soutenue le 16 Janvier 1939

PAR

Pierre ORAND

MEMBRES DU JURY :

Président : M. A. BLONDEL, Professeur.

Suffragants { *MM. G. BURDEAU, Professeur.*
A. MARCHAL, Professeur.

BOURG
IMPRIMERIE BERTHOD

—
1939

**Les Avantages offerts aux Porteurs et aux Souscripteurs
de Fonds d'État Français**

UNIVERSITE DE DIJON

FACULTÉ DE DROIT

LISTE DES MEMBRES DE LA FACULTÉ

- MM. P. LOUIS-LUCAS, Doyen, Professeur de droit civil.
M. DESSERTAUX, Assesseur, Professeur de droit civil.
R. JAPIOT, Professeur de droit commercial.
A. GUILLOIS, Professeur de droit administratif.
P. HUGUENEY, Professeur de droit criminel.
F. DUMONT, Professeur de droit romain.
G. CHEVRIER, Professeur d'histoire du droit.
A. BLONDEL, Professeur de droit international public.
J. PAOLI, Professeur de droit romain.
G. BURDEAU, Professeur de droit public.
A. MARCHAL, Professeur d'économie politique.
A. GROUBER, Professeur de droit privé.
J. FLOUR, Agrégé de droit privé.
P. GIGOUT, Chargé de cours de capacité.

Professeurs et Doyens honoraires :

MM. M. DESLANDRES, M. VIGNES.

Doyen honoraire : M. A. GUILLOIS.

Secrétaire : M. H. VIAN.

Les Avantages offerts aux Souscripteurs et aux Porteurs de Fonds d'Etat Français

Thèse pour le Doctorat en Droit

présentée et soutenue le 16 Janvier 1939

PAR

Pierre ORAND

MEMBRES DU JURY :

Président : M. A. BLONDEL, Professeur.

Suffragants { *MM. G. BURDEAU, Professeur.*
A. MARCHAL, Professeur.

BOURG
IMPRIMERIE BERTHOD

—
1939

La Faculté n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans les thèses; ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs.



A MES PARENTS



Digitized by the Internet Archive
in 2026

https://archive.org/details/IA41548204_0013

BIBLIOGRAPHIE

Ouvrages généraux.

- ALLIX (E.). — Traité élémentaire de science des finances et de législation financière française, 1 vol., Rousseau 1931, 6^e édit.
- JÈZE. — Cours élémentaire de science des finances et de législation financière française, 1 vol., Giard et Brière, 1909.
- LEROY-BEAULIEU. — Traité de la science des finances, 2 vol., Guillaumin, 1899.
- MARION. — Histoire financière de la France depuis 1715, 6 vol., Rousseau.
- NITTI (Francesco). — Principes de science des finances, 2 vol., Giard, 1928, traduction Stefan Freund.
- WAGNER. — Traité de la science des finances, 5 vol., Giard et Brière, 1912.

Ouvrages spéciaux.

- GORGES. — La Dette publique, histoire de la rente française; Guillaumin et Cie, Charavay frères, Paris, 1884.
- JÈZE. — Cours de science des finances et de législation financière française : la technique du crédit public, 2 vol., Giard 1925 et 1934.
- LACHAPELLE. — Le crédit public, 2 vol., Berger-Levrault, 1931-1932.
- PETIT (Lucien). — Histoire des finances extérieures de la France pendant la guerre, (1914-1919), 1 vol., Payot 1929.
- VÜHRER. — Histoire de la Dette publique en France, Berger-Levrault et Cie, 1886, 2 vol.
- WUARIN (Albert). — Essai sur les emprunts d'Etats, 1 vol., Librairie du Recueil Sirey, 1907.

Thèses.

- BABÈ (Marcel). — La technique des emprunts de guerre français; Paris, 1925.
- BOCA (André). — La Caisse Autonome d'Amortissement; Lille, 1935.

- BUFFET (André-J.). — Des mesures prises par l'Etat pour soutenir le cours des rentes françaises. Paris, 1922.
- CANAVAGGIO (Joseph). — Les titres des emprunts publics devant le fisc. Paris, 1938.
- CAPEAU (M.). — L'immunité fiscale de la rente et l'emprunt 3 1/2 % amortissable de 1914. Grenoble, 1925.
- HUET (Michel). — La structure des emprunts depuis la fin des hostilités. Paris, 1935.
- LAMBERT (L.). — Le Crédit National. Paris, 1925.
- LARRIERE (Jean). — L'aménagement de la Dette publique intérieure depuis la fin de la guerre. Paris, 1931.
- MILLER (Ivan). — Le marché des rentes françaises de 1914 à 1925. Paris, 1926.
- PERRAS (Henri). — La monnaie de paiement des emprunts extérieurs. Dijon, 1932.
- SEIGNOL. — Option de change et option de place. Lyon, 1936.
- VERDEIL (G.). — La gestion des bons de la Défense Nationale par la Caisse Autonome d'Amortissement. Paris, 1935.

Périodiques et Revues.

- L'Activité économique.*
- Le Capital.*
- L'Economiste européen.*
- Le Journal des finances.*
- Le Journal Officiel.*
- L'Orientation économique et financière.*
- Rapports annuels de la Caisse Autonome d'Amortissement.*
- Rapport du Comité des Experts (1926).*
- Recueil périodique de jurisprudence Dalloz.*
- Revue de science et législation financière.*
- Revue d'économie politique.*
- Revue politique et parlementaire.*

INTRODUCTION

L'emprunt est devenu dans la période moderne une des grandes ressources des Etats : il a l'avantage de leur procurer immédiatement des sommes considérables, qu'il leur serait impossible d'obtenir dans un court délai au moyen de l'impôt.

Les emprunts publics peuvent être volontaires ou forcés. Lorsque l'Etat a recours à ces derniers, il répartit lui-même entre ses sujets, la somme dont il a besoin; il peut aussi faire appel à leur sentiment patriotique, et leur demander de lui prêter leurs capitaux à des conditions très favorables. L'Etat français a quelquefois usé de son pouvoir de contrainte pour se procurer les fonds qu'il lui fallait; il ne l'a jamais fait avec succès. En 1793, un emprunt forcé de un milliard de francs ne rapporta que 100 millions. Sous le Directoire deux opérations analogues échouèrent. Les emprunts patriotiques de 1830 et 1848 ne réussirent pas mieux. Aussi emprunt forcé et emprunt patriotique ont-ils été pratiquement abandonnés; cependant au début de la guerre de 1914, le Gouvernement français a réglé le montant de réquisitions militaires au moyen de remise de bons du Trésor. Il a procédé de façon analogue au paiement des primes de démobilisation et une grande partie des indemnités pour dommages de guerre a été réglée en obligations du Trésor.

Les seuls emprunts qui réussissent sont les emprunts volontaires : l'Etat s'adresse aux prêteurs dans les mêmes

conditions, que le font les particuliers et les groupements qui ont besoin de capitaux, et ceux-ci ne consentent à s'investir en fonds d'Etat, que si les avantages du placement sont sensiblement égaux à ceux qui sont offerts au même moment sur le marché. Deux volontés libres sont en présence : la volonté de l'Etat emprunteur, qui fait des offres aux prêteurs éventuels et celle des particuliers, qui sans être l'objet d'aucune contrainte, sont déterminés à remettre leurs capitaux par des raisons purement personnelles : l'Etat doit donc offrir des avantages.

Mais, que l'emprunt public participe de la nature contractuelle des opérations du commerce privé, ne veut pas dire que les règles qui régissent le crédit public soient toujours semblables à celles qui régissent le crédit privé. L'Etat possède la souveraineté, ce qui fait que l'emprunt d'Etat ne peut pas être complètement assimilé à un contrat privé. Si la personne du prêteur est semblable à celle de tous les prêteurs, il n'en est pas de même de la personne de l'emprunteur : c'est une personne souveraine qui a le pouvoir de fixer à elle seule l'étendue de ses obligations, de les réduire, de les annuler même. Cette constatation permet de comprendre que si certains avantages offerts par l'Etat sont semblables à ceux qui accompagnent généralement les opérations de prêt, il en est d'autres, que seul l'Etat peut accorder.

L'Etat français qui est très souvent obligé de faire appel aux capitaux disposés à s'investir, doit doser habilement les avantages selon les conditions du marché financier, de manière à emprunter aux meilleures conditions possibles. Il lui faut aussi faire preuve d'imagination pour décider les prêteurs éventuels, quand la situation des finances publiques n'inspire pas une confiance

unanime. Guidé par l'opportunité, poussé parfois par les exigences du moment, il a offert des avantages très variés et très substantiels.

Ce sont d'abord des avantages d'ordre fiscal. A une exception près, les arrérages des fonds publics ont toujours été exemptés de l'impôt sur les valeurs mobilières, quelquefois ils ont bénéficié d'une immunité plus grande.

Il est ensuite possible de ranger sous le nom général d'avantages d'ordre patrimonial une série de mesures dont les principales ont pour objet de donner une rémunération au prêteur et de lui garantir l'intégrité de son capital.

Le risque de dépréciation de la monnaie nationale peut être écarté ou diminué par diverses clauses, d'ailleurs très parcimonieusement accordées, dont la plus fréquente a été la garantie de change.

Enfin, il est arrivé exceptionnellement, que l'Etat ait donné à ses prêteurs des sûretés juridiques pour garantir l'exécution fidèle de ses engagements.

CHAPITRE PREMIER

AVANTAGES D'ORDRE FISCAL

Les valeurs mobilières françaises et plus spécialement les valeurs de bourse sont actuellement atteintes par quatre impôts spéciaux : le droit de timbre, le droit de transmission, l'impôt sur les opérations de bourse et l'impôt cédulaire sur le revenu des valeurs mobilières.

Le droit de timbre frappe toute valeur à son émission. Il est acquitté par la personne morale qui lance le titre et reste à sa charge. Créé en 1790, il a été profondément modifié par la loi du 5 juin 1850.

Le droit de transmission institué par la loi du 23 juin 1857, atteint toute cession à titre onéreux; les cessions à titre gratuit sont frappées du droit de mutation; il est perçu à chaque transfert quand il s'agit de titres nominatifs et sous forme de taxe annuelle pour les titres au porteur. Dans ce dernier cas, l'établissement émetteur fait l'avance de l'impôt, il doit obligatoirement le déduire du montant du coupon.

L'impôt sur les opérations de bourse introduit par la loi du 28 avril 1893 est établi sur toutes les opérations de vente et d'achat de valeurs. Il est proportionnel au montant de l'opération.

L'impôt sur le revenu des valeurs mobilières est acquitté depuis la loi du 29 juin 1872 par les valeurs mobi-

lières. Il fait maintenant partie du système d'impôts cédulaires sur les revenus. Le taux est différent selon qu'il s'agit de titres nominatifs ou de titres au porteur.

La rente française et les divers fonds publics sont à peu près complètement soustraits à ce système fiscal. Ils échappent au droit de timbre et de transmission et bénéficient d'un taux très réduit pour l'impôt sur les opérations de bourse; enfin ils ne sont pas soumis à l'impôt cédulaire sur le revenu. Cette immunité, particulièrement l'exonération de l'impôt sur le revenu des valeurs mobilières, a donné matière à d'ardentes controverses et à des débats parlementaires agités.

L'exemption fiscale peut être plus étendue et dépasser le cadre du régime fiscal des valeurs mobilières; la législation française reconnaît exceptionnellement aux porteurs de certains titres de la Dette publique le droit de ne pas comprendre dans le calcul de leur revenu, pour l'assiette de l'impôt sur le revenu global, le montant des arrérages de ces titres.

SECTION I

L'IMMUNITÉ FISCALE

DE LA DETTE PUBLIQUE

L'immunité fiscale de la Dette publique, et par là, il faut entendre l'exonération au profit des fonds d'Etat de l'impôt sur le revenu des valeurs mobilières, est presque traditionnelle en France.

Les assemblées révolutionnaires furent amenées à examiner à plusieurs reprises la question¹. Dès 1790, à l'Assemblée Constituante, Mirabeau expose sa conception qui, il est curieux de le remarquer, correspond très exactement aux solutions positives actuelles; s'il admettait que la rente devait payer tribut à l'impôt perçu sur l'ensemble des ressources annuelles du citoyen, il s'opposait à la taxation des arrérages en tant que revenu isolé. Quelques années plus tard, en 1793, Cambon, représentant de l'Hérault à l'Assemblée Législative, homme doué d'une grande expérience des affaires et d'une probité rigoureuse, proclama la nécessité de « républicaniser » la Dette et proposa l'établissement du Grand Livre de la Dette publique. Cette proposition fut consacrée par la loi du 24 août 1793; furent inscrites 174.716.000 livres de rentes 5 % correspondant au capital de la Dette uniformisée. Comme les inscriptions n'étaient pas au porteur, le Grand Livre fournissait un répertoire de la fortune mobilière offrant une

(1) Sur ce sujet, consulter GORGES : *La Dette publique*.

base certaine à l'impôt; assimilée à la propriété foncière, la fortune mobilière fut assujettie à la contribution foncière fixée chaque année par le corps législatif.

La situation du Trésor s'aggravait d'année en année. En l'An VI, les ressources atteignirent 616 millions, les arrérages de la Dette exigeaient 258 millions, les autres dépenses se montaient à 530 millions, soit au total 788 millions de dépenses. Le déficit était de 172 millions. L'Etat était, suivant l'expression de Thiers « dans la situation d'un particulier en faillite ». Pour rétablir l'équilibre il fut décidé d'éliminer les deux tiers de la Dette, soit 172 millions correspondant exactement à l'excédent des dépenses et de les rembourser en « bons au porteur admissibles en paiement des domaines nationaux »; l'autre tiers serait payé à commencer du second semestre de l'An V. Une disposition atténuait la rigueur de cette loi du 9 Vendémiaire an VI : « Le tiers de la dette conservé en inscriptions est déclaré exempt de toute contribution présente et future ».

Cet engagement solennel, de ne diminuer les arrérages de la rente par l'application d'aucun impôt direct, a été renouvelé par tous les actes législatifs qui ont permis les émissions d'emprunt et en ont fixé les conditions.

Les ouvrages doctrinaux, les discussions parlementaires se sont vivement attaqués à cette immunité ou au contraire l'ont défendue avec fermeté. Un essai de taxation eut lieu en 1914, les événements qui suivirent n'ont pas permis d'en apprécier les résultats, ni de le renouveler. Récemment, un prélèvement de 10 % fut établi sur les arrérages des fonds d'Etat.

Thèse en faveur de l'immunité, arguments en faveur de l'imposition, essai de taxation avec le 3 1/2 % en 1914,

prélèvement exceptionnel de 10 % du décret du 16 juillet 1935, tels sont les différents points qui seront étudiés.

§ 1. — *EN FAVEUR DE L'IMMUNITÉ FISCALE*

La défense de l'immunité fiscale fait appel à de très nombreux arguments. Il est presque impossible de les présenter tous. Deux ont paru particulièrement importants.

1. Le raisonnement juridique en faveur de l'immunité fiscale découle des textes qui l'ont établie. La loi du 9 Vendémiaire an VI qui consacrait une banqueroute des deux tiers demandait un sacrifice très lourd aux rentiers; l'Assemblée législative sentit le besoin de leur accorder une sorte de compensation, ce fut la garantie que les arrérages du tiers qui leur était laissé, leur seraient intégralement versés sans être soumis à aucune contribution présente ou future. Certes, l'engagement pris en 1797 n'existe plus sous sa forme initiale, le fonds garanti a été converti en 1852. Mais l'Etat ne s'en est pas pour cela libéré de son obligation; à toutes les émissions qui se sont succédées au cours du dix-neuvième siècle, il a été stipulé que le fonds bénéficiait des privilèges et immunités attachées aux rentes sur l'Etat. Il en a été de même pour les très nombreuses émissions de guerre et d'après-guerre. De larges débats se sont ouverts au Parlement sur cette question, mais toutes les propositions tendant à abolir l'immunité ont été écartées et la question ne semble plus devoir être discutée avec autant de chaleur qu'en 1908 ou 1914. L'engagement précis assumé en l'An VI et périodiquement renouvelé depuis, s'impose à l'Etat.

Les auteurs de droit public considèrent généralement

l'emprunt d'Etat comme un contrat, contrat d'une nature spéciale, contrat administratif destiné à assurer le fonctionnement d'un service public; or, c'est un principe fondamental que la loi ne peut juridiquement porter atteinte aux obligations dérivant d'un contrat antérieur. L'Etat est lié comme le serait tout particulier par les termes du contrat; simple partie contractante, il ne peut en modifier à son avantage la teneur, il doit respecter la promesse faite.

Le professeur Duguit apporte à cette opinion l'appui de sa haute autorité : « Il est bien difficile, dit-il, de ne pas voir dans les emprunts d'Etat un véritable contrat et de ne pas voir dans la disposition rappelée (exemption fiscale) une clause contractuelle par laquelle l'Etat s'engage envers les prêteurs à maintenir les privilèges et immunités dont jouissent les titres de rente. Or, l'Etat est lié par ses contrats : par une loi même il ne peut se soustraire aux obligations contractuelles qu'il a assumées... (la thèse contraire) n'aboutit à rien de moins qu'à nier la force obligatoire des contrats d'Etat et par conséquent une bonne partie du droit public... Il faudrait démontrer que les emprunts d'Etat ne sont pas des contrats; cette démonstration est bien difficile pour ne pas dire impossible ¹ ».

2. Si le raisonnement juridique interdit à l'Etat d'établir un impôt sur les fonds existants, il lui laisse toute liberté d'imposer les fonds qui seront émis dans l'avenir. Les financiers démontrent alors que l'assujettissement des rentes à l'impôt ne serait d'aucun profit pour l'Etat : c'est

(1) DUGUIT. *Traité de droit constitutionnel*, 1911, tome II, p. 383.
Cité par G. JÈZE.

la théorie de la « capitalisation de l'impôt »¹ : l'établissement d'un impôt sur les arrérages de la rente a pour conséquence d'en faire baisser les cours et d'obliger l'Etat à consentir un taux d'intérêt plus élevé. Il y a en effet dans un pays à tout moment un taux normal de l'intérêt auquel tout capital disponible peut prétendre; ce n'est évidemment pas le taux auquel tous les capitaux libres sont placés à ce moment, mais le loyer idéal qui doit être perçu par un capitaliste effectuant un placement sans risque; les placements se feront en réalité à un taux supérieur car il faudra tenir compte des risques de non-remboursement du capital et de la part que l'Etat s'adjudge. S'il est admis, ce qui est fort légitime, que tout prêt à l'Etat est absolument sûr, le taux d'un tel prêt pourra coïncider avec le taux idéal; s'il est actuellement de 5 % tout fonds public rapportant 5 % vaudra 100 francs et l'émission d'un tels fonds sera possible. Mais si l'Etat décide de demander une contribution sur le revenu, de 20 % par exemple, le taux effectif perçu par le détenteur du titre baissera de un cinquième, ce ne sera plus que 4 %; la valeur du capital baissera elle aussi de un cinquième, puisqu'elle est proportionnelle à l'intérêt réel, elle descendra à 80 francs et l'émission d'un fonds 5 % soumis à un impôt sur le revenu de 20 % ne sera possible qu'à un prix de 80 francs, peut-être même moins encore, à cause de la menace d'une augmentation de tarif, que comporte l'établissement de tout impôt.

Avec cette théorie non seulement l'Etat ne retirerait aucun avantage de l'imposition de la rente, puisque avec une précision mathématique, ce qu'il perçoit par l'impôt,

(1) Consulter à ce sujet F. MILHAUD : *L'Imposition de la rente* (Paris, 1908).

il doit le rendre sous forme d'augmentation d'intérêt; mais il supporte en plus les ennuis et les frais de perception et endure les conséquences du mécontentement et de la méfiance des contribuables.

Pour démontrer pratiquement que l'incidence de l'impôt est conforme à la théorie de la capitalisation, le professeur Milhaud a choisi deux valeurs rigoureusement similaires et comparables, l'une soumise à l'impôt et l'autre non. La différence constatée sur leurs cours respectifs, ne peut donc provenir que de l'impôt qui frappe l'une d'elles; il constate que cette différence est très sensiblement égale à celle que lui donne un calcul théorique basé sur la capitalisation de l'impôt.

§ 2. — *EN FAVEUR DE L'IMPOSITION DES FONDS PUBLICS*

1. L'engagement pris par l'Etat de soustraire à jamais les revenus de la rente à l'impôt, n'a pas la valeur juridique que veulent lui attribuer les partisans de l'immunité. Aucune autorité, fût-ce la plus haute, n'a compétence pour restreindre la liberté d'action des gouvernants dans l'avenir. Il faut que les lois puissent être modifiées à tout moment, elles sont en effet le reflet d'un idéal politique social ou économique d'un moment, mais qui change sans cesse. Aucune génération ne peut imposer à celle qui suivra les conséquences d'une conception déterminée; aucune génération n'a le droit de prétendre fixer de façon immuable la répartition des dépenses entre les citoyens. L'organisation sociale de l'Etat doit évoluer; pour progresser les institutions doivent changer, se modeler sur

les besoins et les idéaux du présent, ce qui permet seul de préparer l'avenir.

L'immutabilité juridique absolue est contraire aux principes juridiques et aussi aux enseignements de la raison. Rousseau l'avait senti et dans le *Contrat Social* se trouve ce passage : « Un peuple est toujours le maître de changer ses lois, même les meilleures, car s'il lui plaît de se faire mal à lui-même, qui est-ce qui a le droit de l'empêcher ? » ¹. La Constitution de 1791 le proclama aussi : « La nation a le droit imprescriptible de changer sa constitution ». Les événements justifiaient le principe : elle ne dura pas un an.

Le professeur Jèze ² pousse plus loin l'analyse juridique. La promesse d'immunité n'est pas une clause du contrat d'emprunt, même si elle est inscrite dans un contrat; c'est « une règle générale impersonnelle, règle organique du régime fiscal ». C'est la règle générale s'appliquant dans une hypothèse exceptionnelle. L'immunité fiscale ayant la nature juridique d'une loi proprement dite, ne peut être accordée que par le Parlement; elle est aussi soumise au régime de la loi. Il faut lui appliquer non le régime de la situation juridique subjective qui est intangible, mais le régime des situations juridiques générales, objectives, qui sont modifiables à tout instant.

Quelques auteurs ont proposé une interprétation plus nuancée de la promesse d'immunité fiscale; ils la considèrent comme l'engagement pris par l'Etat de ne pas percevoir l'impôt sur le revenu des valeurs mobilières en

(1) J.-J. ROUSSEAU. *Du Contrat social*. Livre II, Chapitre II.

(2) G. JÈZE. *Cours de Science des Finances et de législation financière française*, I, page 121 et suivantes.

vigueur au moment de l'émission, mais voudraient que la rente soit frappée par les impôts nouvellement créés et atteinte par les augmentations de tarif des impôts anciens. Si à l'émission le taux de l'impôt cédulaire proportionnel est 10 %, la promesse d'immunité est limitée à une taxation de 10 %; que le taux vienne ultérieurement à être porté à 15 %, les porteurs devront acquitter un impôt égal à la différence entre le tarif actuel et le tarif en vigueur au moment où l'exemption fiscale leur a été accordée. Cette solution empêcherait les porteurs de fonds publics de bénéficier d'un avantage plus important que celui qui avait été prévu à l'origine.

2. L'argument financier ne résiste pas plus aux attaques des partisans de l'imposition de la rente que l'argument juridique. La critique de la théorie de la capitalisation de l'impôt semble facile; elle a été faite en particulier devant la Commission extraparlamentaire de l'impôt sur les revenus par M. Coste¹. Par la comparaison des cours de bourse d'obligations industrielles soumises à l'impôt et de ceux des rentes, il montre que la répercussion de l'impôt est insaisissable sur les cours, tout au moins, ajoute-t-il, quand la taxation reste dans des limites modérées et équitables.

En vérité, la comparaison est difficile à faire et il faut tenir compte que les variations des cours des valeurs industrielles et des rentes ne sont pas commandées par les mêmes facteurs. Ce qui influe sur le cours des fonds publics, c'est d'abord et avant tout, la situation du crédit public, la confiance qu'a le public dans sa solidité. Ceci a permis d'affirmer que l'imposition de la rente, loin

(1) *Procès-verbaux*, 1899, tome II, page 944.

de faire baisser les cours pouvait en entraîner la hausse : en procurant au pays de larges ressources, elle lui permettrait d'assurer un large équilibre du budget, préface d'une restauration durable des finances publiques. C'est l'avis de Francesco Nitti¹ : « Un gouvernement qui crée honnêtement un impôt sur la rente, rassure les porteurs de ces titres bien plus qu'un gouvernement faisant de nouvelles et imprudentes émissions, pour maintenir élevé le taux de l'intérêt. A mesure que diminue la prime d'assurance, la valeur des coupons augmente de façon à compenser souvent au bout de quelque temps et avec grand profit la dépréciation provenant d'un intérêt peu élevé »².

Si aucun argument ne semble assez fort pour faire écarter l'imposition de la rente, il y a par contre de très fortes raisons pour l'établir.

C'est d'abord le désir de justice fiscale, qui postule l'égalité de tous devant l'impôt. Si la Puissance publique estime juste ou nécessaire d'établir un impôt sur les revenus du capital, pourquoi faire une distinction entre propriétaires de biens fonciers et propriétaires de valeurs mobilières; entre porteurs de titres d'Etat et porteurs d'autres valeurs ? Il faut que tous soient traités de la même façon, que tous soient exemptés ou que tous soient imposés. Un impôt réel et proportionnel, comme l'impôt sur les valeurs mobilières, demande à tous une égale quote part de leur revenu; il ne faut pas favoriser une classe de contribuables au détriment des autres.

D'autre part, il peut arriver que, après une crise politique ou financière grave, la nécessité commande une très forte augmentation du tarif de l'impôt; les porteurs de titres de la Dette publique s'ils ne sont pas imposés,

(1) Francesco NITTI. — *Principes de Sciences des finances*, II, page 78.

bénéficieront d'un avantage exorbitant non motivé d'un revenu sans travail, d'un véritable « *unearned increment* », contre lequel sont valables toutes les critiques auxquelles a donné lieu la célèbre théorie économique de la « *rente différentielle* » de Ricardo et de ses disciples.

Promettre une immunité fiscale pour quelques années seulement semble possible : l'Etat sait à quoi il s'engage, connaît le montant, sinon exact, du moins probable, de l'avantage accordé; l'engagement pris par les gouvernants n'aura de conséquence que pour la génération présente; si les circonstances devaient entraîner une augmentation des charges des contribuables, le privilège n'ayant qu'un caractère provisoire ne compromettrait pas sérieusement le succès de la réforme financière. Le calcul précis du coût d'une immunité perpétuelle ou de longue durée est impossible à faire, même approximativement. Les gouvernants en l'accordant sacrifient les générations futures, en leur faisant supporter une part plus grande du service de la Dette publique et en leur interdisant de modifier un système fiscal qui sera peut-être contraire au développement économique et social du pays.

Enfin la pratique des Etats offre de nombreux exemples d'imposition des arrérages des fonds publics. En Grande-Bretagne, le principe de la taxation a été posé au début du dix-neuvième siècle et ce n'est qu'avec la guerre de 1914-1918 qu'apparurent les premières propositions d'immunité. Certains fonds en profitèrent et elle ne fut jamais complète. Le gouvernement anglais offrit en 1917 et 1918 au public un choix entre des titres rapportant 5 %, soumis à l'income tax et des titres 4 % exemptés de l'income tax, mais non de la supertax sur les gros revenus. L'immunité était limitée dans le temps : il

s'agissait de titres amortissables au plus tard en 1942. Les financiers se livrèrent à des calculs précis en vue de déterminer le fonds le plus avantageux; le problème présentait une inconnue : le taux de l'impôt pour les années à venir. En fait, l'immense majorité des capitalistes préféra le 5 % soumis à l'impôt. Il faut remarquer que l'impôt anglais frappant la rente et les valeurs mobilières n'est pas comparable à l'impôt cédulaire français. L'income tax perçu par voie de retenue au moment du paiement des arrérages peut être remboursée aux porteurs dont le revenu est inférieur à une certaine somme. De plus, le tarif est progressif. L'assimilation complète de la rente aux valeurs mobilières ordinaires au point de vue de l'impôt ne semble pas avoir agi de façon désavantageuse sur le cours des titres; elle n'a empêché aucune conversion.

Jusqu'en 1914, ni l'argumentation des partisans de l'imposition, ni l'exemple anglais n'avait pu convaincre le Sénat d'autoriser l'assujettissement de la rente à l'impôt sur les valeurs mobilières; la Chambre des Députés en avait adopté le principe dès 1908. L'accord entre les deux Chambres se réalisa dans la loi du 20 juin 1914 autorisant l'émission d'un emprunt 3 ½ % amortissable dont les arrérages furent soumis à l'impôt sur le revenu des valeurs mobilières.

§ 3. — *L'EMPRUNT 3 ½ % AMORTISSABLE 1914*

Les dernières années du dix-neuvième siècle ont vu surgir une foule de projets et propositions de réforme fiscale. Les partis politiques nouveaux qui arrivent à ce

moment au pouvoir apportent avec eux une conception nouvelle de la répartition des charges publiques. Une commission extraparlamentaire créée en 1894 et composée des sommités de l'économie politique et de la finance proposa l'imposition de la rente. Longtemps la résistance du Sénat fit échouer toutes les tentatives. En 1913, le problème se présenta de nouveau à l'occasion de la discussion d'un projet d'émission d'emprunt que les déficits répétés des budgets rendaient indispensable. Le gouvernement avait proposé d'accorder l'immunité fiscale, il dut se retirer devant un vote hostile de la Chambre des Députés. L'année suivante, une transaction intervint entre la Chambre et le Sénat et il fut décidé que les nouvelles rentes bénéficieraient des « privilèges et immunités attachés présentement aux rentes 3 % amortissables, toutefois les arrérages sont soumis à l'impôt sur le revenu des valeurs mobilières » ¹.

Le Parlement, par la rédaction de cet article, exprimait l'opinion que l'établissement d'un impôt sur la rente 3 % amortissable était possible, probable même. Le mot « présentement » indique clairement qu'il se reconnaissait la possibilité de supprimer l'immunité quand il le jugerait opportun, sans se considérer lié par la promesse faite à l'occasion de l'émission de la première tranche de 3 % amortissable en 1878 et renouvelée périodiquement à chaque émission de tranche nouvelle. Il voulait que les arrérages de la rente nouvelle acquittent l'impôt sur les valeurs mobilières au même titre et au même tarif que les autres valeurs; fut repoussé un amendement tendant à fixer à 4 % le taux de l'impôt jusqu'à l'achèvement de l'amortissement.

(1) Loi du 20 juin 1914, art. 3.

L'emprunt remboursable au pair en vingt-cinq ans, de 1915 à 1940 par tirages au sort annuels fut émis au-dessous du pair à 91 francs pour 100 francs de nominal. Ces conditions d'émission ont fait l'objet d'une vive critique de la part des adversaires de la taxation. Le taux de l'impôt sur les valeurs mobilières était à ce moment 4 %, ce qui réduisait l'intérêt nominal à 3,36 %. Le souscripteur ne versait que 91 francs qui lui rapportaient annuellement 3,36 francs, l'intérêt était donc en réalité : 3,36

$\frac{3,36}{91} \times 100 = 3,69 \%$; ce n'était pas tout : le nouveau

fonds émis à 91 francs était remboursable à 100 francs à l'expiration d'une période variant de un à vingt-cinq ans, déterminée par le caprice du sort. Cette prime d'émission de neuf francs contribuait à augmenter le taux réel du placement¹ : le rendement moyen s'établissait à 4,23 %². Or, au moment de l'émission, la rente 3 % cotait

83,45, ce qui donnait un intérêt de $\frac{3}{83,45} \times 100 = 3,59 \%$.

Il aurait été donc possible d'émettre à ce taux ou à un taux très légèrement supérieur un fonds exempt d'impôt : l'imposition ne rapportait aucun bénéfice à l'Etat; elle lui coûtait au contraire fort cher.

En soumettant l'émission nouvelle au droit commun fiscal l'Etat avait suscité de grandes appréhensions dans le monde des souscripteurs possibles : la crainte d'une augmentation d'impôt avait du être combattue par l'octroi d'un taux d'intérêt plus élevé, car tout risque entraîne l'apparition d'une prime d'assurance; les capitalistes

(1) Voir *infra*, Chapitre II, Section I.

(2) JÈZE, *op. cit.*, II, p. 366.

effectuant des placements doivent tenir compte des aléas nouveaux qui peuvent surgir; ils n'avaient pas entièrement tort, puisque, fixé primitivement à 3 %, l'impôt sur le revenu des valeurs mobilières a été l'objet de multiples modifications, qui en ont presque toujours aggravé le taux : la loi du 25 juin 1920 le porte de 5 à 10 %; le décret du 28 décembre 1926 le fait passer de 12 à 18 %. Puis le tarif a été rendu variable suivant qu'il s'agit de titres au porteur ou de titres nominatifs, de titres appartenant à des personnes physiques ou à des personnes morales. Réduit en 1934 il est de nouveau augmenté par les décrets-lois de 1935 1937 et 1938. Depuis le 12 novembre 1938 les titres nominatifs acquittent 18 % et les titres au porteur 27 %.

En réalité, il est difficile, sinon impossible, de porter un jugement sur l'émission et surtout de tirer les conclusions pratiques de l'essai de taxation tenté en 1914. Les événements qui suivirent obligèrent le gouvernement à retirer la plus grande partie des titres souscrits. L'emprunt, quoique couvert plus de quarante fois n'était pas encore classé dans le public, quand l'aggravation de la situation internationale amena une baisse générale et profonde de toutes les valeurs mobilières. Il fallut procéder à sa liquidation. Le gouvernement obtint d'abord de la Banque de France qu'elle escomptât les certificats provisoires de l'emprunt et fit des avances aux porteurs qui n'avaient que partiellement libéré leurs titres; il accorda ensuite aux porteurs le droit d'échanger leurs titres de 3 ½ % contre des titres de rentes ou d'obligations à court terme qui seraient émis avant le 1^{er} janvier 1917. Les titres de 3 ½ % étaient admis à la souscription au prix de 91 francs, augmenté des intérêts courus. Les porteurs,

en grande majorité profitèrent de cette offre lors de la première émission d'obligations de la Défense Nationale 5 % et du premier emprunt de guerre 5 %. Ils substituaient aussi à un titre 3 ½ % soumis à l'impôt valant 91 francs un titre 5 % exempt d'impôt et émis à 88 francs ou 88,75 francs.

En 1920, les rentes 3 ½ % avaient à peu près complètement disparu : il ne restait plus que 584.955 francs de rente représentant un capital nominal de 16.713.000 francs.

Le problème de la taxation ne fut pas soulevé pendant la période des hostilités. Le succès des emprunts de guerre et d'après guerre était trop vivement désirable pour que l'Etat pût songer à décourager les souscripteurs en soumettant les arrérages à l'impôt. Dès 1925 cependant, des propositions d'imposition furent déposées; elles furent facilement écartées. L'immunité fiscale semblait être définitivement acquise aux porteurs de rente; or, le 16 juillet 1935 le gouvernement établissait par décret un prélèvement de 10 % sur les arrérages de tous les fonds publics.

§ 4. — *LE DECRET DU 16 JUILLET 1935*

Au début de 1935 le Gouvernement se trouvait en face de difficultés financières graves, conséquences de la crise économique, qui depuis quelques années s'étendait sur le monde. Les monnaies anglo-saxonnes avaient perdu leur convertibilité en 1931 et 1933, mais l'opinion publique française semblait hostile à une nouvelle dépréciation monétaire. Le gouvernement résolut d'appliquer une politique d'économies et de demander des sacrifices à tous, sans exception, ni privilège; il décida d'opérer un prélè-

vement uniforme de 10 % sur l'ensemble des dépenses de l'Etat, y compris les arrérages des fonds publics, ce fut l'objet du décret du 16 juillet 1935.

L'article trois dispose que « le prélèvement sur les arrérages des emprunts s'effectuera par retenue au moment du paiement; le prélèvement s'appliquera à tous les produits des titres ou créances, c'est-à-dire aux revenus annuels, aux lots et aux primes de remboursement ». Toutefois en furent exemptés les intérêts des bons de la Défense Nationale et les titres des « émissions futures ». Peu de temps après, le décret du 5 août 1935 accordait des avantages aux petits rentiers : les porteurs de fonds d'Etat âgés de plus de soixante-cinq ans et dont l'ensemble des revenus était inférieur à 10.000 francs pouvaient obtenir le remboursement des 50 % du prélèvement sur le produit des titres en leur possession à la date du 17 juillet 1935; le remboursement atteignait 70 % quand le porteur pouvait justifier que l'ensemble de ses ressources n'atteignait pas 8000 francs. Pour prévenir les abus, seuls pouvaient bénéficier de l'allègement les titres dont les porteurs auraient demandé la mise sous forme nominative dans un délai de six mois.

Ce prélèvement n'avait, dans l'esprit des gouvernants, qu'un caractère provisoire et ne devait subsister que durant le temps nécessaire pour vaincre la crise que le pays traversait. De très vives protestations se firent entendre et le nouveau gouvernement, que les élections de 1936 amena au pouvoir, renonça à la politique financière de déflation. La suppression du prélèvement se fit en deux temps : la loi de finances du 31 décembre 1936 le supprime pour les rentes sur l'Etat et les valeurs du Trésor de forme nominative appartenant à des personnes phy-

siques ainsi que pour les mêmes titres au porteur déposés par des personnes physiques depuis plus de six mois dans les établissements agréés. Les décrets du 25 août et du 31 août 1937 suppriment tout prélèvement sur tout titre appartenant à des personnes physiques à partir du 1^{er} septembre suivant.

Le prélèvement a constitué pendant deux ans un véritable impôt sur la rente. Le gouvernement qui l'a établi s'est efforcé de démontrer que ce n'était pas une injustice; il fait remarquer que le coût moyen de la vie affectant un budget familial ordinaire s'étant abaissé de 15 à 20 %, les rentiers se trouvaient encore dans une meilleure situation que quelques années auparavant. A quoi il a été répondu, d'abord que le rentier n'a pas stipulé en unités de pouvoir d'achat, mais en unités monétaires légalement définies, acceptant ainsi les variations légères de la valeur de l'étalon monétaire; enfin et surtout l'argumentation ne serait convaincante que si elle était générale et ne s'appliquait pas qu'aux seuls cas où l'Etat peut en retirer bénéfice. L'augmentation du pouvoir d'achat des rentiers et des porteurs de fonds publics n'était qu'une très légère compensation pour les souscripteurs de guerre et d'avant guerre; les raisons invoquées justifieraient tout à fait une révalorisation de leurs revenus.

La question de la constitutionnalité du décret du 16 juillet 1935 qui a la force d'une loi, se serait posée dans tout pays où une Cour Suprême procède à un contrôle des lois ordinaires.

CONCLUSION

Il est difficile de se prononcer pour ou contre l'imposition de la rente en ne faisant appel qu'à des arguments juridiques ou financiers. Il semble qu'il faille se ranger à l'avis du professeur J. Barthélemy : « En réalité, cette question de la taxation de la rente ne doit pas être portée en dehors du terrain de l'équité évidente et du plus élémentaire bon sens sur lequel Mirabeau l'avait placée du premier coup dans son définitif et décisif discours devant la Constituante. L'Etat prend cent de capital et promet cinq d'intérêt. Peut-il comme maître Jacques donner cinq comme débiteur et retenir un comme taxateur ? S'il peut le faire, il peut aussi retenir deux, trois, quatre et cinq et par conséquent garder cent et ne rien donner. Disons donc simplement que dans l'intérêt de son propre crédit l'Etat est honnête homme et doit tenir ses promesses » ¹.

Mais si tout impôt spécial semble devoir être écarté, il semble que la rente puisse être atteinte par un système fiscal démocratique prenant en considération la masse des revenus de chaque contribuable. Rouvier le disait déjà en 1874 à l'Assemblée Nationale : « Est-ce à dire qu'il ne faille pas imposer les fonds d'Etat ? Je ne le pense pas. Mais si vous voulez les atteindre vous n'avez qu'un moyen : c'est d'établir un impôt sur le revenu. Dans ce cas vous rencontrerez la rente française non plus comme rente, mais comme une des mille formes que revêt l'actif. Il se passera alors ce qui se produit dans l'impôt sur les successions qui atteint le titre de rente

(1) J. BARTHÉLEMY et P. DUEZ, *Traité de Droit Constitutionnel* page 765.

comme toute autre valeur mobilière. La rente se trouvera alors frappée in globo et il n'y aura aucune répercussion possible sur le cours des fonds publics » ¹.

Le vœu que formulait Rouvier est aujourd'hui réalisé. Les arrérages des fonds d'Etat sont atteints par l'impôt complémentaire sur le revenu global, créé le 15 juillet 1914, qui frappe l'ensemble des sommes annuellement à la disposition du contribuable, quelle qu'en soit la source.

(1) *Assemblée Nationale*. Séance du 4 août 1874. *Journal Officiel* du 5 août 1874, page 5582.

SECTION II

L'EXEMPTION EXCEPTIONNELLE DE L'IMPOT COMPLEMENTAIRE SUR LE REVENU GLOBAL

A côté et au-dessus des différents impôts cédulaires frappant chacun une catégorie déterminée de revenus, l'impôt complémentaire sur le revenu global pèse sur l'ensemble des ressources du contribuable. Successeur de l'ancienne contribution personnelle mobilière, il est essentiellement personnel; il est de plus progressif. Personnel, son assiette englobe toutes les sommes, quelle que soit leur origine, qui sont à la disposition du contribuable; en font naturellement partie les arrérages des fonds d'Etat. Progressif, l'exemption de cet impôt ne serait pas sentie à un égal degré par tous les assujettis : elle ne procurerait aucun avantage, ou du moins un avantage très réduit au petit contribuable, tandis que le contribuable jouissant de revenus plus importants en tirerait un profit d'autant plus grand que son revenu est plus élevé; il faut en effet remarquer que l'exemption porte sur la tranche la plus imposée du revenu, tranche pour laquelle le taux a atteint 60 %. L'exemption serait un moyen commode offert aux gros contribuables de se soustraire au principe de l'égalité de tous devant l'impôt, et elle ne favoriserait peut-être pas extrêmement le placement des fonds publics, car étant la contre-partie d'un taux d'intérêt infé-

rieur au taux normal, les petits et moyens contribuables non imposables trouveraient ailleurs des placements plus avantageux; or, il est certain que ce sont les petits souscripteurs, partant les petits contribuables, qui font le succès ou l'échec des émissions publiques.

Par exception, ne sont pas considérés comme éléments du revenu global les arrérages des titres de l'emprunt 4 % 1925, les intérêts des bons du Trésor, des bons de la Défense Nationale et des bons de la Caisse Autonome de la Défense Nationale.

§ 1. — *LES BONS DU TRESOR, LES BONS DE LA DEFENSE NATIONALE, LES BONS DE LA CAISSE AUTONOME DE LA DEFENSE NATIONALE*

Les bons ordinaires du Trésor sont des obligations à court terme (l'échéance est égale ou inférieure à un an) rapportant un intérêt fixé par le Ministre des Finances, variable suivant l'état du marché et payable d'avance sous forme de déduction au prix d'achat. Créés sous le nom de « bons royaux » par l'Ordonnance du 4 août 1824, ils n'avaient avant guerre pour clientèle que les grands établissements de crédit, les compagnies de chemin de fer et une partie des plus importants établissements industriels.

Un décret du 13 septembre 1914 les vulgarisa sous le nom de bons de la Défense Nationale et, en créant des coupures d'un montant très faible allant jusqu'à cinq francs, permit leur placement dans le grand public.

Jusqu'en 1924 les bons du Trésor et de la Défense Nationale, comme les autres fonds d'Etat français, ne béné-

ficiaient que de l'exemption de l'impôt cédulaire sur le revenu des valeurs mobilières. La loi du 13 mars 1924 stipule que « les intérêts des bons du Trésor et des bons de la Défense Nationale à échéance d'un an au plus n'entreront plus en compte pour la détermination des sommes passibles de l'impôt général sur le revenu ».

Ce privilège a été sévèrement jugé par les auteurs financiers. Le Doyen Allix n'hésite pas à le qualifier d'exorbitant; le professeur Jèze parle de « sabotage de l'impôt sur le revenu ».

Mais il faut rappeler qu'il fut accordé dans des circonstances particulières : le gouvernement n'avait pas le choix des moyens pour surmonter une situation difficile. Le 22 février 1924, le Ministre des Finances, de Lasteyrie, avait accepté et la Chambre avait voté le principe du bordereau de coupons comme moyen de contrôle des déclarations fiscales. La mesure projetée avait jeté un grand trouble dans le monde des capitalistes; le Ministre précisa, quelques années plus tard, en décembre 1933, dans un discours, l'enchaînement des événements qui l'avait obligé d'accorder l'exemption fiscale intégrale en faveur des porteurs des bons du Trésor et de la Défense Nationale : « Le 22 février 1924 nous avons accepté et fait voter par la Chambre le bordereau de coupons. J'attire l'attention de la Chambre sur la suite des événements. Le vote du Parlement était à peine intervenu qu'aussitôt les souscriptions aux bons de la Défense Nationale se sont presque arrêtées; les renouvellements ne se sont plus opérés qu'avec la plus extrême difficulté : c'était le mur d'argent qui pour la première fois se manifestait. Quinze jours après le vote de la loi j'ai dû faire voter d'extrême urgence par le Parlement une loi exonérant de l'impôt

global sur le revenu, les bons de la Défense Nationale et les bons du Trésor. Ainsi la menace seule du bordereau de coupons, de ce bordereau, qui d'après certains devait donner au Trésor des ressources considérables, a eu pour conséquence d'entraîner l'exonération à l'impôt sur le revenu des bons de la Défense Nationale; elle l'a privé de ce chef de ressources importantes. Notons d'ailleurs que dès le vote de la loi d'exonération les souscriptions aux bons de la Défense Nationale sont redevenues normales » ¹.

Seuls étaient visés par la loi de 1924, et pour cause, les bons à échéance d'un an au plus. La loi du 7 août 1926 qui a donné naissance à la Caisse de gestion des bons de la Défense Nationale dispose dans son article 6 que les titres gérés par la Caisse pourront bénéficier des mêmes exonérations fiscales que les bons de la Défense Nationale; une décision spéciale du Président du Conseil, Ministre des Finances a, en application de ce texte, étendu l'exemption fiscale intégrale aux bons à deux ans d'échéance.

Au début de 1938, une Caisse Autonome a été chargée de financer les dépenses exceptionnelles de sécurité exigées par la Défense Nationale; pour remplir son rôle, il lui faut faire appel au crédit et demander de très fortes sommes à l'épargne : les prévisions des dépenses afférentes à l'exercice 1938 dépassent 15 milliards de francs. La nouvelle caisse a hésité sur le choix des opérations de crédit par lesquelles elle devait se procurer les ressources nécessaires; avaient été préconisées diverses modalités tendant à assurer à l'opération un rendement à la fois massif et rapide; ce fut l'emprunt à court terme qui fut

(1) Cité par G. VERDEIL : *La gestion des bons de la Défense Nationale par la Caisse Autonome d'Amortissement*. Paris 1935. Thèse.

choisi : le 18 juillet 1938 commença l'émission de bons à échéance de 18 mois rapportant un intérêt annuel de 3 ½ % payable d'avance et jouissant d'une exemption fiscale complète. L'exonération de l'impôt général sur le revenu s'explique par la très grande analogie que ces bons présentent avec les bons de la Défense Nationale, qui contribuèrent dans une large mesure à financer les dépenses de la Grande Guerre.

§ 2. — *EMPRUNT PERPETUEL 4 % 1925.*

Au début de 1925, la situation financière était inquiétante, pour ne pas dire plus; dans le premier trimestre l'excédent des remboursements des bons de la Défense Nationale sur les placements s'élevait à 1268 millions de francs, il atteignait 2292 millions dans le deuxième trimestre. Le Ministre des Finances, M. Joseph Caillaux, songea à convertir le plus grand nombre possible de titres à court terme en rentes perpétuelles. Des avantages très importants furent consentis; ce fut d'abord une garantie de change, il fallait donner le plus de sécurité possible aux souscripteurs pour un placement à longue durée en période de changes erratiques. D'autre part, comme l'emprunt ne pouvait être souscrit que par les seuls porteurs de bons de la Défense Nationale, le gouvernement crut devoir accorder à ces rentes non seulement les privilèges et immunités attachés aux rentes sur l'Etat précédemment émises, mais encore le privilège spécial accordé aux bons de la Défense Nationale par la loi du 13 mars 1924 : s'établissent à 4 francs en faveur du 4 ½ 1937. Au début

l'exonération de l'impôt global sur le revenu. Le succès de l'émission ne fut pas proportionné à l'importance des avantages consentis; alors que le Gouvernement comptait consolider la dette à court terme par dizaines de milliards de francs, un peu moins de six milliards seulement furent souscrits.

L'existence de l'exemption de l'impôt général sur le revenu a sans doute une répercussion sur la tenue du titre en bourse, toutefois elle n'est pas très sensible et surtout elle est très difficile à évaluer parce que ce fonds était le seul jusqu'en 1937 à bénéficier d'une garantie de change. La comparaison était donc malaisée. Dans l'année qui précède la dévaluation britannique de 1931, le 4 % 1925 s'est maintenu aux environs du cours de 130 francs, il rapportait sensiblement 5,25 francs par an et ne pouvait être remboursé qu'à 131,50 francs; un franc de rente 1925 valait donc 24,90 francs. A la même époque, le cours moyen du 3 % perpétuel s'établissait à 88 francs, un franc de rente 3 % valait 29,30 francs, donc la rente 1925 était moins recherché malgré sa garantie de change et malgré son exemption de l'impôt global sur le revenu. Ceci en partie, parce que les capitalistes ne se rendaient pas compte des avantages attachés à ce titre.

Les acquéreurs de fonds d'Etat commencent actuellement à mieux apprécier les avantages d'une immunité fiscale intégrale; un exemple assez net en est fourni par la comparaison entre les cours de deux fonds ayant des caractéristiques voisines, le 4 % 1925 et le 4 ½ % 1937, le premier exempté de l'impôt général sur le revenu, le second non. Pendant le mois d'avril 1938, les différences des cours de bourse ont été à peu près constantes et

du mois de mai un décret ayant force de loi majora de 8 % l'ensemble des impôts directs et indirects d'Etat; l'effet fut de rendre plus avantageux encore la possession de titres 4 % 1925 qui n'avaient pas été touchés par cette mesure; la demande de cette rente fut accrue; son cours toucha et dépassa rapidement celui du 4 ½ % 1937. La différence de cours atteignit 4 francs dans la seconde quinzaine de mai, puis s'atténua à 3 francs au début du mois de juin. Aucune autre condition n'avait varié, il semble légitime d'imputer ce changement de position respective des deux fonds à l'augmentation du taux de l'impôt général qui touchait les arrérages de l'un, tandis que ceux de l'autre y échappaient.

Mais l'exemption fiscale totale dont bénéficie la rente 4 % 1925 a été la source d'une fraude facile et sûre dans l'assiette de l'impôt général sur le revenu. Le contribuable, dans la mesure où il n'avait pas de revenus, dont le fisc puisse connaître l'origine, déclarait que tout son revenu ou que la plus grande partie de son revenu était constitué par des arrérages de titre de rentes 4 % 1925 au porteur. Cette déclaration suffisait, car aucune loi ne permet aux contrôleurs de demander la présentation des titres. Cette fraude était très pratiquée, et pour remédier à cet abus, le gouvernement imposa la forme nominative à tous les titres de cette rente : ce fut l'œuvre d'un décret du 16 juillet 1935 : « Dans le délai de six mois qui suivra la publication du présent décret, les titres de rente 4 % à garantie de change qui revêtent la forme au porteur devront être mis sous forme nominative ». Cette mesure semblait porter atteinte au contrat qui lie l'Etat et les souscripteurs. Ceux-ci en effet avaient eu le choix entre la forme au porteur et la forme nominative. Re-

tirer unilatéralement un avantage risque de mécontenter un grand nombre de porteurs, dont la confiance en la parole de l'Etat peut faire le succès ou l'insuccès des émissions futures.

Les dispositions du décret du 16 juillet 1935 ont été abrogées par un décret du 12 novembre 1938 : le régime antérieur est rétabli, les titres de rentes 4 % 1925 peuvent être de nouveau soit au porteur, soit nominatifs. Le gouvernement a estimé que la nouvelle réglementation en vigueur pour combattre la fraude fiscale et « notamment le relevé des coupons rendent maintenant superflues les dispositions du décret du 16 juillet 1935 qui prescrivait la mise au nominatif des titres de rentes 4 % 1925 à garantie de change »¹.

(1) Rapport au Président de la République, J. O. 13 novembre 1938, page 12.915.

CHAPITRE II

AVANTAGES D'ORDRE PATRIMONIAL

Les avantages d'ordre patrimonial consentis en faveur des porteurs de fonds publics sont fort nombreux et très variés. Il y a d'abord ceux qu'accordent ou que pourraient accorder les particuliers ou les sociétés, quand ils font appel aux capitaux disponibles; tels sont l'octroi d'un intérêt plus ou moins élevé suivant les conditions du marché financier et la répartition de lots par voie de tirages au sort.

Mais l'Etat peut user de ses prérogatives de Puissance publique pour faire profiter ses prêteurs d'avantages ou de facilités que seul il peut offrir. C'est ainsi que de nombreux placements de fonds libres peuvent ou doivent être effectués en fonds d'Etat, que des impôts peuvent être réglés par la remise de titres publics.

Tout ce que les particuliers font, l'Etat peut le faire; il le fait souvent mieux, plus complètement, car il a à sa disposition des moyens plus puissants et peut accessoirement user de prérogatives qui ne sont pas dans le commerce juridique privé; s'il veut soutenir le cours de ses titres il procèdera à des achats en bourse, il créera un fonds de soutien, il exercera une pression sur le marché

des valeurs mobilières; s'il veut faire accorder des avances gagées sur ses titres, il agira auprès de la Banque de France pour que le taux en soit plus faible et le montant plus élevé.

D'autre part, l'aspect financier n'est pas son seul souci. Des considérations économiques et sociales attirent son attention; elles l'inciteront à accorder de meilleures conditions à ceux qui souscrivent fidèlement à ses nouvelles émissions ou à offrir des compensations à ceux, qui, après lui avoir apporté la plus grande partie de leurs épargnes, ont été le plus éprouvés par la baisse de la valeur de la monnaie.

Une classification rationnelle d'avantages si divers est assez malaisée, cependant certaines remarques et particularités permettent de les répartir dans trois sections.

La première section aura pour objet l'étude du taux de l'intérêt; c'est le plus important des avantages patrimoniaux. De plus, sa réalisation est immédiate, c'est-à-dire que le souscripteur ou l'acheteur de fonds d'Etat en connaît la valeur précise quand il prend la décision d'effectuer son achat.

Une seconde section sera consacrée à l'étude des modalités ou mesures qui ne sont destinés à produire leur plein effet qu'ultérieurement et accessoirement; ce sont en quelque sorte les commodités que procure la possession d'effets publics; le détenteur bénéficie des mesures que l'Etat prend pour soutenir le cours de ses titres; dans le cas d'emprunts à lots il participe à des tirages réguliers qui lui permettront peut-être de faire un gain important, s'il le faut il obtiendra de la Banque de France, contre la remise de ses titres des avances à des conditions avantageuses.

Enfin, il existe des avantages consentis intuitu personae; il en est ainsi quand l'Etat vient au secours des petits porteurs et qu'il s'occupe de réglementer et faciliter le placement du patrimoine des incapables. Ils seront mentionnés dans la troisième section.

SECTION I

LE TAUX DE L'INTERET

Lorsque l'Etat emprunte, il doit offrir comme tout emprunteur, un certain intérêt, qui est la rémunération pour l'usage du capital. Le taux dépend d'un ensemble de circonstances variables, parmi lesquelles il faut citer l'abondance ou la rareté des capitaux disponibles et la durée du placement. Le taux moyen a augmenté pendant la première moitié du dix-neuvième siècle et diminué dans la seconde moitié. Vers 1900, il était très voisin de 3 %. Depuis cette date il n'a cessé de croître, d'abord légèrement, puis fortement pendant les années de guerre et d'après guerre; augmentation due pour une grande part à la multiplication de la demande de capitaux.

Le taux de l'intérêt des emprunts d'Etat varie beaucoup avec les pays et les époques. Des auteurs ont conseillé d'accorder un taux très élevé, ce qui assurerait un succès éclatant; les conséquences économiques et sociales ne manqueraient pas non plus d'être excellentes : chacun restreignant ses besoins afin de profiter des conditions exceptionnelles. D'autres théoriciens préconisent un taux très faible afin de ménager le plus possible les finances publiques. La pratique montre que le taux d'intérêt des emprunts d'Etat français, compte tenu des autres avantages pécuniaires et des exemptions fiscales, ne s'écarte que très peu du taux normal d'intérêt pra-

tiqué sur le marché financier au moment de l'émission. Le public en prêtant à l'Etat acceptera presque toujours des conditions un peu moins avantageuses en raison de la sécurité du placement. Depuis près d'un siècle et demi la Puissance publique a perdu l'habitude de réviser périodiquement la Dette publique : chaque régime a accepté intégralement les charges que lui transmettaient les régimes politiques antérieurs.

L'Etat français ajoute très souvent d'autres avantages pécuniaires, qui ont pour conséquence de modifier assez profondément les conditions du prêt : ce sont l'émission au-dessous du pair, la prime de remboursement et le paiement des intérêts d'avance. Ces éléments complémentaires sont présentés séparément, de sorte que le prêteur ne connaît pas de façon exacte les avantages qu'ils représentent; tenté en particulier par une prime de remboursement élevée, il se contentera d'un intérêt modeste. Il faut essayer de rendre comparables ces avantages pécuniaires, ce qui permettra d'en calculer le total et de déterminer le taux d'intérêt réel de chaque placement. En effet, le nombre d'emprunts, dont le taux d'intérêt n'est modifié par aucune mesure indirecte est très réduit : il convient de citer : l'Emprunt National 5 % du 21 avril 1831; les tranches 1869 et 1901 de rentes 3 % perpétuelles, les rentes 6 % 1920; enfin le procédé de l'adjudication permet au Trésor de placer en 1830 des titres 4 % au-dessus du pair à 102,075 francs.

Le taux nominal de l'intérêt fixé à l'émission peut-il être modifié ultérieurement si les conditions économiques ont changé ? Il peut arriver qu'il soit augmenté : l'Etat a promis plus d'une fois l'échange des titres présents contre des titres d'emprunts émis dans l'avenir à des con-

ditions meilleures. Mais ce qui préoccupe aussi le souscripteur est une diminution possible, aussi est-il très sensible à une promesse d'inconvertibilité.

§ 1. — *LA PRIME DE REMBOURSEMENT*

Il convient d'abord d'attribuer un sens précis à cette expression; souvent elle sert à désigner la différence entre la somme rendue à l'expiration du prêt et la somme versée par l'emprunteur : c'est le bénéfice en capital, réalisé par le souscripteur du titre. Dans ce sens un titre de 100 francs émis à 70 francs et remboursable à 120 francs bénéficiera d'une prime de remboursement de 50 francs.

Ce n'est pas la signification qui lui sera donnée dans cette étude. Ce sera la différence entre la valeur de remboursement et la valeur nominale du titre; en reprenant les chiffres de l'exemple précédent, la prime de remboursement ainsi comprise est de 20 francs. Il est commode de l'évaluer en pourcentage du montant nominal du prêt, ce qui permet de l'apprécier in abstracto : elle est ici de 20 %. La différence entre la somme réellement prêtée et le montant nominal sera la prime d'émission. Il semble logique en effet de rapporter les différences en plus ou en moins au montant nominal du prêt : c'est cette somme qui fait l'objet du prêt, c'est elle qui est inscrite sur les titres, c'est d'après elle qu'est fixé le taux de l'intérêt.

Cette modalité est relativement récente, elle ne figure que dans les emprunts publics émis depuis la guerre : le 5 % 1920 amortissable, les bons du Trésor décennaux 5 % 1924, le 6 % 1927 amortissable ont été offerts avec une prime de remboursement de 50 %.

Le prêteur se laisse volontiers séduire par l'offre d'une prime de remboursement élevée; en même temps qu'il reçoit pour la somme dont il s'est déssaisie un intérêt en général très peu inférieur au taux normal, il a la perspective de recevoir à échéance une somme supérieure à celle qu'il a réellement prêtée. D'autre part, l'existence de la prime de remboursement influe sur la tenue du titre en bourse, si le porteur est obligé de réaliser son capital en totalité ou en partie, il sera assuré de pouvoir le faire dans les conditions les plus favorables; le plus souvent la vente aura lieu au-dessus du pair : de 1929 à 1932, les cours du 5 % 1920 amortissable ne sont pas descendus au-dessous de 115 francs; ils ont dépassé le cours de 130 francs durant toute l'année 1930.

L'Etat peut avoir avantage à consentir une forte prime de remboursement si elle est la contre-partie d'un taux d'intérêt faible. La diminution à peu près constante de la puissance d'achat de la monnaie en temps normal, et à fortiori, les dépréciations monétaires qui succèdent souvent aux périodes de crise, permettent à l'Etat de se libérer à bon compte et de rendre en réalité une somme représentant un pouvoir d'achat moindre que celle qui lui a été prêtée. Cette constatation affaiblit la portée des critiques des auteurs contre cette modalité : ils lui reprochent de rendre l'Etat débiteur de sommes qu'il n'a pas reçues et de faire supporter dans de trop fortes proportions aux générations futures des charges, qui n'ont pas eu de contre-parties économiques ou sociales.

Le risque de conversion qui menace, sauf stipulation expresse contraire les porteurs de fonds publics dès que les cours dépassent le pair, est beaucoup moins sensible quand il existe une prime de remboursement. Les lois et

décrets auxquels il faut se rapporter pour connaître les possibilités de conversion ne sont pas rédigés de façon uniforme, ce qui a pour conséquence de créer une grande différence de régime entre des fonds en apparence de même nature. L'article 1^{er} de la loi du 30 décembre 1919 qui autorise l'émission de rentes 5 % amortissables interdit pratiquement toute conversion; celle-ci n'étant possible que par l'offre de remboursement des titres à 150 francs.

Au contraire, le décret du 2 avril 1927 fixant les conditions de l'emprunt 6 % amortissable précise que « l'Etat se réserve la faculté de rembourser par anticipation, à toute époque à partir du 1^{er} mai 1931, les titres restant en circulation à un prix égal à leur valeur nominale majorée de la portion acquise de la prime de remboursement ». La grande conversion de 1932 n'a pas atteint le 5 % 1920, tandis que les porteurs de 6 % 1927 se sont vus offrir le remboursement de leurs titres à 105,825 % de leur valeur nominale.

Les prêteurs sont attirés par l'existence de la prime de remboursement, mais sont en général perplexes pour estimer à son exacte valeur cet avantage; il est possible de le faire en la considérant comme l'accumulation, résultant du jeu des intérêts composés, d'une partie des intérêts à laquelle renonce provisoirement le capitaliste. Le prêteur apportant une somme S perçoit annuellement un intérêt s et une prime P lui est promise à l'expiration d'un nombre d'années n . L'opération est équivalente à un prêt de la somme S à un taux T , somme de deux taux : le premier s fixé conventionnellement, le second r , tel que le capital S placé à ce taux à intérêts composés

devienne $S + P$ en n années. Ce taux r est donné par la formule algébrique :

$$S + P = S (1 + r)^n$$

Un calcul logarithmique simple donne r .

Le 12 novembre 1924 furent émis au pair des bons du Trésor 5 % à dix ans remboursables par tirages au sort à partir de la sixième année avec une prime de 50 %. Pour connaître l'intérêt réel que l'Etat s'est obligé à servir, il faut ajouter à l'intérêt avoué 5 %, l'intérêt r qui transforme une somme de 100 francs en une somme de 150 francs par le jeu de la capitalisation des intérêts. Pour un titre remboursé la dixième année seulement, r est donné par la formule :

$$150 = 100 (1 + r)^{10}$$

Un calcul logarithmique permet d'écrire :

$$\log. 150 = \log. 100 + 10 \log. (1 + r)$$

$$r = 4,14 \%$$

l'intérêt réel est $5 + 4,14 = 9,14 \%$. Il est peu probable que l'Etat ait consenti à avouer un taux si élevé, qui aurait consacré la détresse des finances publiques. Il est possible qu'il eut pu trouver la somme dont il avait besoin, en offrant franchement 7 ou 8 % au maximum. Le bon remboursé à la fin de la huitième année a produit 10,2 % et celui qui l'a été à la fin de la sixième a rapporté 12 %.

L'exemple choisi montre que l'adjonction d'une prime de remboursement peut être un moyen très énergique, encore qu'indirect, de modifier le taux de l'intérêt. Ce n'est pas le seul.

§ 2. — L'EMISSION AU-DESSOUS DU PAIR¹

Il y a émission au-dessous du pair lorsque la somme versée par le prêteur est inférieure au montant nominal qui sert de base au calcul de l'intérêt : non seulement le prêteur reçoit à l'échéance une somme supplémentaire qu'il n'a pas versée, mais il perçoit en plus pendant toute la durée du placement des intérêts pour ce supplément virtuel, ce qui ne se produit pas lorsque l'emprunt bénéficie d'une prime de remboursement proprement dite.

La pratique des émissions au-dessous du pair a régné presque sans exception à toutes les époques de l'histoire financière française. Les primes d'émission ont varié de 1 % ou 2 %, à plus de 45 % du capital nominal. Les auteurs financiers sont hostiles à cette pratique, mais le public et les banquiers lui témoignent une sympathie indéniable.

L'effet direct et principal de l'émission au-dessous du pair est de relever l'intérêt nominal du prêt. Pour calculer l'intérêt réel il convient de distinguer fonds perpétuel et fonds amortissable. Le remboursement de la dette perpétuelle est facultatif et s'il a lieu son époque est indéterminée, l'Etat employant des procédés variés : rachats en bourse, conversion en fonds amortissables, etc. Le souscripteur qui se tient à l'écart des spéculations boursières, ne doit raisonnablement pas espérer que son titre lui sera remboursé à un montant supérieur au prix d'émission; il est légitime d'admettre que le taux réel de l'intérêt est fourni par le rapport entre l'intérêt nomi-

(1) Consulter à ce sujet : JÈZE, *Cours de science des Finances et de législation financière française*, I, pages 44 et suivantes; et A. MARCHAL, *Les émissions d'emprunt au-dessous du pair* in *Revue d'Economie politique*, 1933, pages 1671 et suivantes.

nal et le prix d'émission; c'est ainsi que le premier emprunt perpétuel négocié par la Restauration en mai et juin 1815 fut constitué par des rentes 5 % émises à

51,23 francs; le taux réel s'établit à $\frac{5 \times 100}{51,23} = 9,76 \%$;

d'autres émissions de rentes 5 % se succédèrent jusqu'en 1832 à des taux réels décroissants. La Monarchie de Juillet, le Second Empire et le début de la Troisième République ont connu les multiples émissions du célèbre 3 % perpétuel à des prix très variables suivant l'état du marché financier. Les quatre grands emprunts de guerre furent tous perpétuels et émis au-dessous du pair : le 5 % 1915 émis à 88 % rapportait 5,68 %; les taux réels des 5 % 1916, 4 % 1917 et 4 % 1918 émis respectivement à 88,75 %; 68,50 %; 70,50 % sont très peu différents.

Le calcul exact de l'intérêt réel d'un fonds amortissable émis au-dessous du pair est plus compliqué. L'opération peut être considérée comme le résultat d'un placement d'une somme égale au prix d'émission à un taux calculé comme si le fonds était perpétuel et d'une prime de remboursement formée par la capitalisation d'un intérêt supplémentaire non distribué, calculé comme il a été expliqué pour la prime de remboursement. Le taux réel du placement est la somme des deux intérêts ainsi calculés. En février 1915 furent offerts à 96,50 % des obligations de la Défense Nationale rapportant un intérêt annuel de 5 %, remboursables au pair à la fin de la dixième année; 96,50 francs rapportaient 5 %, le taux du

prêt s'établissait à $\frac{5}{96,50} \times 100 = 5,18 \%$. La prime de

remboursement était de 3,50 francs; le taux d'intérêt qui

transforme une somme de 96,50 francs en une autre de 100 en l'espace de dix ans par le jeu des intérêts composés est donné par la formule :

$$100 = 96,50 (1 + r)^{10}$$

le calcul donne :

$$r = 0,36 \%$$

L'intérêt réel total s'établit donc à :

$$5,18 + 0,36 = 5,54 \%$$

L'augmentation d'intérêt n'est pas le seul avantage qu'attendent les souscripteurs d'une émission au-dessous du pair. Ils sont assurés de profiter plus longtemps d'un revenu stable; une conversion n'est pas en effet possible avant que le cours du titre ait dépassé largement le pair; plus sera élevée la prime d'émission, plus cette condition technique indispensable à la réussite d'une opération de conversion sera renvoyée à un avenir éloigné.

Le prêteur bénéficie d'une plus-value à l'époque du remboursement, cette plus-value augmente l'intérêt quand il s'agit d'un fonds amortissable, mais même si aucune époque de remboursement n'est stipulée, le fait que le capital reconnu au créancier soit plus considérable que le capital versé, ajouté à la garantie pratique d'inconvertibilité, rend probable, sinon certaine, une hausse progressive des cours de bourse. Le porteur bénéficiera de la différence entre le prix d'émission et le cours auquel son titre est coté. Cette considération incite quelquefois les capitalistes à accepter un intérêt moindre dans l'espoir de bénéficier d'une plus-value du capital. Un exemple très significatif en fut fourni en 1859. Cette année-là furent offerts simultanément deux fonds perpétuels : l'un 4 ½ % émis à 90 % de sa valeur nominale, le second 3 % émis

à 60,50 %. Les taux réels s'établissaient pour l'un et l'autre à 5 % exactement; les souscriptions au 4 1/2 %, n'atteignirent que 11 millions de francs, tandis qu'elles dépassèrent 508 millions pour le 3 %; le prix d'émission de ce dernier laissait en effet une très large marge de hausse possible rendant probable un gain important sur le capital souscrit.

Enfin la pratique de l'émission au-dessous du pair permet seule une unité au moins relative de la Dette publique; pour cela il est nécessaire de choisir un taux bas, celui qui est courant en période de grande prospérité; en faisant varier les prix d'émission des tranches nécessaires, l'Etat pourra offrir au public un type de fonds auquel il est habitué, qu'il connaît bien, à des conditions correspondant au taux courant de l'intérêt sur le marché financier. Les très nombreuses tranches de 3 % perpétuel furent émises à des prix très différents, oscillant entre 60, 50 francs en 1859 et 100 francs en 1869 et 1901.

L'Etat ajoute parfois à l'avantage d'une émission au-dessous du pair, le bénéfice d'une prime de remboursement : les obligations décennales offertes aux souscripteurs le 1^{er} décembre 1926 étaient d'un montant nominal de 500 francs; le taux d'intérêt 7 %; mais le prix d'émission en était de 460 francs, soit une prime d'émission de 8 %; elles étaient remboursables par voie de tirage au sort à 525 fr., donc avec une prime de remboursement de 5 %. Pour calculer le taux réel, il suffit de remarquer qu'un prêt de 92 francs rapportait 7 francs par an et était remboursable au plus tard à la fin de la dixième année par une somme de 105 francs. Le taux d'intérêt qui permet à 92 francs de rap-

porter annuellement 7 francs est $\frac{7}{92} \times 100 = 7,608 \%$.

D'autre part, pour que 92 francs placés à intérêts composés deviennent 105 francs à l'expiration de la dixième année, il faut que le taux de capitalisation x satisfasse à l'égalité :

$$105 = 92 (1 + x)^{10}$$

$$x = 1,33\%.$$

Le taux réel du placement s'établit à :

$$7,608 + 1,33 = 8,938 \quad \%.$$

§ 3. — *LE PAIEMENT DES INTERETS D'AVANCE*

Pour les emprunts à très court terme, le paiement immédiat et total de l'intérêt est de règle; il a lieu sous forme de déduction sur la somme à verser par le souscripteur; cette mesure est générale pour les bons de la Défense Nationale et n'a pas peu contribué à leur prodigieux succès. Elle s'applique aussi aux bons à dix mois émis par la Caisse Autonome de la Défense Nationale. Pour la dette à court terme et à terme moyen ce n'est qu'une partie de l'intérêt qui est versée d'avance : généralement, le coupon semestriel est payé au début du semestre.

Le résultat est d'augmenter sensiblement le taux nominal d'une façon d'autant plus appréciable que l'échéance en est plus éloignée; c'est ainsi que la souscription à un bon de la Défense Nationale à un an et à 5 % procure en réalité un intérêt de 5 francs pour 95 francs; le place-

ment donne un intérêt réel de $\frac{5}{95} \times 100 = 5,26 \quad \%.$

Des bons à deux ans ont été émis, dont l'intérêt total pour ces deux ans était payable lors de la souscription sous forme de déduction de la somme à verser. Le taux réel du placement est ici donné par la formule :

$$100 = 90 (1 + r)^2$$

il atteint 5,41 %.

§ 4. — *LA GARANTIE CONTRE LES VARIATIONS DU TAUX DE L'INTERET*

Le taux d'intérêt n'est pas constant; il subit des variations qu'il est bien difficile de prévoir; le capitaliste qui prête ses fonds à l'Etat est souvent protégé contre sa baisse, il lui est parfois permis de profiter de sa hausse.

1. INCONVERTIBILITÉ. — Lorsque la baisse du taux de l'intérêt est notable, l'emprunteur peut être tenté d'offrir le remboursement des dettes anciennes pour en contracter de nouvelles à des conditions meilleures. Cette faculté est absolue lorsqu'il s'agit de la Dette perpétuelle; il y a des controverses possibles, quand la dette est amortissable.

L'Etat garantit souvent à ses souscripteurs de rente perpétuelle que le taux accordé à l'émission leur sera conservé jusqu'à une date plus ou moins éloignée; garantie fort appréciée par un grand nombre de rentiers qui recherchent des placements sûrs et stables, et fort avantageuse quand le taux de l'intérêt est élevé. Les rentes 5 % 1915 et 1916 émises à 88 francs et 88,75 francs étaient inconvertibles avant le 1^{er} janvier 1931. Dès le début de 1929, leurs cours dépassaient franchement le pair pour atteindre 107 francs à la fin de la même année; ces cours prouvent que le taux normal de l'intérêt avait baissé et que les porteurs profitaient d'un revenu supérieur à celui qu'ils auraient pu obtenir en plaçant leurs capitaux à ce moment.

La promesse d'inconvertibilité est toujours un avantage pour les souscripteurs lorsqu'elle s'applique à des fonds

perpétuels. Il n'en est pas de même pour les fonds amortissables; les auteurs et la jurisprudence¹ estiment que la conversion est juridiquement impossible si elle n'a pas été formellement prévue par le contrat initial. Mais l'Etat ne se considère pas comme lié par ce raisonnement; il impose parfois le remboursement de titres amortissables²; aussi faut-il dire encore, qu'une promesse d'inconvertibilité stipulée lors de l'émission d'un fonds amortissable constitue un avantage certain.

2. AUGMENTATION INDIRECTE DE L'INTÉRÊT SERVI AUX PORTEURS DE FONDS PUBLICS. — Si le taux d'intérêt d'un fonds nouvellement lancé est plus élevé que celui des émissions précédentes, l'Etat permet très souvent aux porteurs d'effets publics de profiter plus ou moins complètement de cette augmentation d'intérêt, c'est une véritable prime de fidélité qui est attribuée justement, à ceux qui font le succès du crédit public. Quelques exemples permettront de le constater.

Dès la création des bons de la Défense Nationale, le décret du 13 septembre 1914 décida que les bons de 6 mois à un an seraient reçus au pair à la souscription des emprunts à long terme ou perpétuels avec droit de préférence.

En octobre 1920, l'émission au pair d'un emprunt en rentes perpétuelles 6 %, devait provoquer une hausse du taux du crédit; afin d'en faire bénéficier les porteurs de fonds d'Etat, le Ministre des Finances décida que les rentes

(1) *Cour de Cassation* 21 avril 1896. Chemin de fer de l'Est, S. 1897, 1,481 avec la note du Professeur E. CHAVEGRIN.

(2) Opération de consolidation et conversion réalisée en 1925 sur les obligations 6 % 1926 de la Caisse Autonome. « Cette opération impliquait en effet une offre de remboursement et même un remboursement effectif, au moins partiel, de ces titres, alors que le décret du 15 septembre 1926 relatif à leur émission ne prévoyait par lui-même ou par référence à d'autres documents aucun remboursement anticipé ». L. TROTABAS. *Précis de Science et législation financière*, 1935, page 384.

de guerre seraient admises à la libération des souscriptions du nouveau fonds, dans la proportion de 50 % du montant de chaque souscription et qu'elles seraient reprises à leur prix d'émission, augmenté des intérêts courus pendant le trimestre ou de la prime d'amortissement calculée sur la période écoulée. Le Ministre des Finances approuva l'ouverture d'un marché spécial des rentes de guerre à la Bourse de Paris, où les cours étaient établis suivant la loi de l'offre et de la demande (à ce moment, le marché officiel subissait une forte pression de l'Etat qui, en interdisant les transactions au-dessous de certains prix minima, en avait très fortement réduit l'activité). Les porteurs d'anciennes rentes, qui voulaient se procurer du numéraire pour fournir à l'appui de leur souscription, trouvait sur le marché spécial de très grandes facilités. Le total des souscriptions à l'emprunt 6 % 1920 s'éleva à 28.088 millions de francs, dont 11.278 seulement en numéraire; 4.500 millions furent souscrits en bons et obligations de la Défense Nationale et 12.296 millions en rentes 5 % 1915-16, 4 % 1917-18 et 5 % amortissable 1920¹.

Le 16 décembre 1936 furent fixées les modalités d'une émission d'une tranche spéciale de l'emprunt dit de la Défense Nationale réservée aux détenteurs d'or et aux souscripteurs des bons du Trésor émis à la veille de la dévaluation monétaire : il convient de citer les paroles gouvernementales : « Dans un esprit d'équité et de gratitude à l'égard des Français, qui ont fait confiance à l'Etat au cours de l'été 1936 en une période difficile, nous avons étendu le bénéfice de cette émission aux porteurs des bons de 1936 à six mois et à un an ». Ces derniers reçurent en

(1) Chiffres cités par G. LACHAPELLE : *Le Crédit public*, II, p. 128.

échange de leurs bons des titres portant intérêt à 4 %, d'une durée de 9 ans et dotés d'une prime de remboursement de 40 %. Les souscriptions étaient acquittées par la remise des bons à 6 mois ou un an, avec une valeur de souscription égale à leur valeur nominale quelle que soit leur date d'échéance. L'avantage offert est énorme : un fonds de 3 1/2 ou 4 % est converti en un autre dont l'intérêt, compte tenu de la prime de remboursement, s'élève à 7,81 %.

SECTION II

LES AVANTAGES PATRIMONIAUX ACCESSOIRES

§ 1. — *LE MAINTIEN DES COURS SUR LE MARCHÉ DES VALEURS MOBILIERES*

Le maintien des cours des fonds d'Etat sur le marché des valeurs mobilières est très important, essentiel même pour la solidité du crédit public : une baisse trop accentuée et trop prolongée de ces fonds aurait pour conséquence d'éloigner le public des placements de cette nature et de le détourner de la souscription aux emprunts nouveaux. L'Etat a vu le danger et il a pris pour le conjurer des mesures diverses et nombreuses.

Il provoque d'abord une demande non négligeable de titres en prescrivant ou conseillant à certains groupements publics et privés de placer leurs fonds libres en effet publics.

Il accepte quelquefois que les contribuables se libèrent envers le Trésor du montant de certains impôts, par la remise de titres ou de coupons de fonds publics.

Il a parfois accordé aux souscripteurs la faculté de demander périodiquement le remboursement de leurs capitaux.

Lorsque la baisse est forte et continue, il agit directement sur le marché par l'intermédiaire d'un fonds de soutien.

Enfin, il lui est arrivé aussi d'exécuter une pression occulte sur le marché par l'intermédiaire des agents de change.

A. PLACEMENTS EN FONDS PUBLICS.

Il y a des patrimoines, parfois très importants, dont la gestion doit être dominée plus par l'idée de la conservation intégrale du capital, que par le désir d'en augmenter la productivité. Il en est ainsi pour les biens appartenant aux sociétés d'assurance et aux caisses d'épargne. Ce ne sont pas les seuls groupements dont le placement des fonds libres fasse l'objet d'une réglementation spéciale, mais ils en constituent les deux exemples les plus importants et les plus caractéristiques.

1. *Patrimoines des sociétés d'assurance*¹. — Quatre décrets ont réglementé le placement de l'actif de toutes les sociétés d'assurance :

1. Le décret du 8 mars 1922 fixe le droit commun des assurances, réserve faite des sociétés d'assurance sur la vie. L'article 57 dispose que les fonds, à l'exception des sommes nécessaires aux besoins du service courant, doivent être constitués, pour les trois quarts au moins, en valeurs de l'Etat, des Départements des Communes, des Chambres de Commerce ou jouissant d'une garantie accordée par ces collectivités, en obligation du Crédit Foncier, en bons des Crédits Municipaux, en immeubles, en prêts et en ouvertures de crédits hypothécaires.

2. Le décret du 28 février 1899, relatif aux assurances contre les accidents du travail, régit le placement des ré-

(1) Voir FOURASTIÉ. Thèse 1937 : *Contrôle de l'Etat sur les sociétés d'assurance*.

servees mathématiques, c'est-à-dire des réserves pour restes à régler ou pour rentes en cours; les deux tiers au moins en sont obligatoirement constitués par des valeurs énumérées limitativement et au premier rang desquelles viennent les valeurs de l'Etat ou jouissant d'une garantie de l'Etat.

3. Le décret du 3 juin 1936 s'applique aux compagnies d'assurances contre les accidents d'automobile. Les trois quarts de la totalité des réserves : réserves pour risques en cours, réserves pour sinistres à régler, réserves mathématiques, doivent être représentés en valeurs d'Etat ou autres valeurs présentant des garanties du même ordre.

4. Enfin le règlement d'administration publique du 9 juin 1906 régissant le placement de l'actif des sociétés d'assurance sur la vie, réserve une place privilégiée à tous les fonds d'Etat.

Cette réglementation a assuré aux titres de l'Etat ou garantis par l'Etat, la prépondérance dans les placements des compagnies d'assurance. Elle a eu des résultats satisfaisants pour l'Etat, auquel elle assure un large débouché pour ses titres, et aux compagnies, qui grâce à ces sages mesures, ont pu traverser les périodes troublées de guerre et d'après guerre sans difficultés sérieuses.

2. *Patrimoines des Caisses d'Epargne.* — Les Caisses d'Epargne étaient jusqu'en 1835, des établissements privés et municipaux gérant eux-mêmes leurs fonds. Depuis 1837, la Caisse des Dépôts et Consignations a été désignée pour recevoir obligatoirement tous les dépôts des Caisses d'Epargne. La loi du 20 juillet 1895 précise que ces sommes sont employées par la Caisse, sous la ré-

serve des fonds jugés nécessaires pour assurer le service des remboursements, en valeurs d'Etat ou jouissant d'une garantie de l'Etat. Une loi de 1928 lui a permis d'acquérir en plus des titres d'Etat, des actions et obligations de sociétés françaises énumérées dans une liste dressée par le Ministère des Finances. Elle a fort peu fait usage de cette autorisation.

La Caisse des Dépôts et Consignations est un gros détenteur de fonds publics; le chiffre des fonds gérés est énorme; fin 1932, le montant des dépôts des Caisses d'Epargne ordinaires atteignait 31 milliards de francs et celui de la Caisse d'Epargne postale 21 milliards. Ses achats ont contribué très fortement au maintien des cours : du 1^{er} janvier 1926 au 30 juin 1932, 15 milliards de fonds d'Etat ont été achetés par elle, tandis que pendant la même période, la Caisse Autonome d'Amortissement n'en avait acquis que 9 milliards.

Les Caisses d'Epargne ordinaires possèdent aussi une fortune personnelle. La loi les autorise à l'employer en valeurs d'Etat ou jouissant d'une garantie de l'Etat.

B. PAIEMENTS D'IMPOTS PAR LA REMISE DE TITRES DE FONDS PUBLICS.

Contrairement au principe qui exige que l'impôt soit acquitté en espèces, le législateur a quelquefois autorisé le contribuable à se libérer par la remise de titres ou coupons de fonds d'Etat. Cette mesure ne manque pas de donner une plus grande activité au marché de ces valeurs, ni le paiement ainsi effectué, procure au débiteur une prime, même légère. Elle a été prévue pour l'acquittement de la contribution extraordinaire sur les bénéfices de guerre et en partie pour celui des droits de succession.

1. *Acquittement de la contribution extraordinaire sur les bénéfices de guerre.* — La loi du 26 octobre 1917 qui fixait les modalités et avantages de l'emprunt 4 % 1917 se préoccupait de la tenue des cours des rentes de guerre; pour soutenir les cours deux mesures étaient adoptées : l'admission des titres de rente en paiement de la contribution extraordinaire sur les bénéfices de guerre et la création d'un fonds spécial des emprunts de la Défense Nationale. La contribution extraordinaire avait été établie par la loi du 1^{er} juillet 1916; son caractère exceptionnel permit au gouvernement de proposer au Parlement et à celui-ci de décider, que le paiement pût en être effectué par la remise de titres de rente 4 % 1917 et 5 % 1915 et 1916, modalité dangereuse s'il se fut agi d'une ressource permanente du budget. Le taux de reprise était fixe et forfaitaire : c'était le prix d'émission pour le 4 % 1917 et 87,50 francs pour les deux 5 % qui avaient été négociés à 88 et 88,75 francs. Cette mesure diminuerait l'offre de ces titres en permettant aux contribuables qui avaient souscrit de se libérer directement sans être obligés de vendre pour obtenir les fonds nécessaires. Elle provoquait aussi des achats importants de la part de ceux qui n'en possédaient pas, mais qui désiraient bénéficier de la différence entre les taux de reprise et les cours de bourse. Les titres remis en paiement devaient être annulés, ce qui permettait de réaliser un véritable amortissement de la Dette publique.

La loi du 19 septembre 1918 modifia le taux de reprise qui empêchait pratiquement les cours de monter au delà des prix d'émission : elle décida que ce serait le cours moyen coté à la Bourse de Paris la veille de la présentation des titres en paiement, sans qu'il puisse être inférieur à 87,50 francs pour le 5 % 1915 et 1916 et au prix d'émission

pour les autres rentes. La mesure fut étendue ultérieurement en faveur des emprunts 5 et 6 % 1920. Pour le 5 % amortissable 1920, la valeur minima de reprise était égale au taux d'émission majoré d'une portion de la prime de remboursement qu'une formule mathématique permettait de calculer exactement à toute époque.

La faveur accordée aux contribuables fut restreinte par l'article 61 de la loi de finance du 31 décembre 1921 : « Ne pourront faire l'objet d'un paiement en rentes les portions de contributions qui n'auront pas été acquittées dans un délai de deux mois après la date de l'exigibilité légale ». L'importance de cet impôt commençait d'ailleurs à diminuer et le marché ne devait pas profiter longtemps de la clientèle des assujettis. La mesure avait créé un large courant d'achat sur le marché des fonds publics et contribué d'une façon certaine au maintien des cours.

2. *Acquittement des droits de succession.* — Les valeurs mobilières constituent une grande partie de la fortune privée française : il y a peu de patrimoines successoraux, dont l'actif ne comprenne pas de fonds publics ; très facilement négociables les héritiers sont tentés de les vendre, s'il est nécessaire, pour acquitter les droits de succession. Afin d'éviter qu'une quantité non négligeable de titres ne soit jetée sur le marché et aussi dans le but de favoriser le placement de ses emprunts, l'Etat a pris des mesures nombreuses qui permirent d'acquitter en partie les droits de succession par la remise de titres de rentes ou autres fonds publics.

Le décret du 30 octobre 1918 admit les bons de la Défense Nationale en paiement des droits de mutation par décès dans certaines conditions : si le montant de ces bons

était supérieur à 100 francs et s'ils avaient été émis avant le décès du de cujus.

La loi du 14 novembre 1918 permit aux héritiers de différer pendant cinq années le paiement intégral ou partiel des droits de succession s'ils déposaient en garantie du paiement un cautionnement en rentes ou obligations de la Défense Nationale. Ils percevaient les arrérages de leurs titres, mais devaient verser un intérêt de 5 % du montant des droits dûs. L'offre pouvait être avantageuse, si la rente rapportait plus de 5 % ; il en était ainsi en 1918.

En 1926, il fallut créer de nouvelles ressources fiscales et effectuer la dotation de la Caisse d'Amortissement : la loi du 3 août 1926 décida que la taxe successorale et les droits de mutation par décès pourraient être acquittés en rentes, valeurs du Trésor et bons de la Défense Nationale suivant une valeur de reprise à fixer par décret. Les paiements effectués dans ces conditions ne pouvaient cependant dépasser une proportion fixée par le Conseil d'Administration de la Caisse d'Amortissement pour ménager des recettes en numéraire. Le même régime fut appliqué au paiement de la taxe complémentaire et exceptionnelle sur la première mutation. Ces dispositions ont été reprises par le Code de l'Enregistrement dont elles forment les articles 135 et 742.

En fait, soit par négligence, soit plus vraisemblablement par ignorance, le public usa peu de cette faculté. En 1927, le pourcentage du montant de ces impôts ainsi acquittés n'atteignit pas 0,4 % soit 130.000 francs. En 1928, il s'abaisse à 0,05 %.

C. REMBOURSEMENT PÉRIODIQUE DU CAPITAL.

Pour assurer à ses titres une stabilité presque constante, l'Etat a quelquefois accordé aux porteurs, la faculté de demander le remboursement de leurs titres, soit au pair, soit à un montant supérieur au pair pour tenir compte de la prime de remboursement. Si les dates de remboursement sont suffisamment rapprochées, une baisse sensible des cours est presque impossible : une dépression même légère augmente fortement l'intérêt et provoque un courant d'offres qui fera remonter les cours. Le souscripteur assuré de pouvoir à n'importe quel moment réaliser son placement à un prix peu éloigné du pair, ou au pair, s'il peut attendre une date de remboursement, se contentera d'un taux d'intérêt plus faible que pour les placements à long terme. L'Etat en profitera ; mais il court par contre un gros danger : en cas de crise grave, politique ou financière, il peut être mis en demeure de faire face à des demandes de remboursement massives, auxquelles il ne pourra répondre que difficilement et le plus souvent en émettant un nouveau fonds à des conditions plus onéreuses, à moins qu'il ne recoure à une émission de papier-monnaie dont les dangers sont bien connus.

Jusqu'en 1938, l'Etat Français n'avait accordé cet avantage qu'aux titres de Dette à court terme. En septembre 1922 avaient été offerts des bons du Trésor à échéance de 3 ou 5 ans, au gré du porteur. L'année suivante le décret du 24 février 1923 décidait l'émission de bons du Trésor 6 % à 3, 6 ou 10 ans, remboursables au gré des porteurs soit au pair le 8 décembre 1925, soit à 103 % le 8 décembre 1928, soit à 108 % le 8 décembre 1932. La faculté de demander le remboursement en 1925 et 1928 était su-

bordonnée au dépôt des bons dans une caisse du Trésor quatre mois à l'avance. Quelques mois plus tard une émission identique était de nouveau décidée. Le 8 décembre 1925, le Trésor dut rembourser 34 % de bons 3-6-10 ans, de février 1923. Il lui fallut trouver 3.460 millions de francs à un moment où la situation de la Trésorerie était extrêmement difficile.

Au début de 1938, la Caisse autonome de la Défense Nationale fut autorisée à émettre un emprunt sous forme d'obligations amortissables en 30 ans. L'intérêt fixé était 5 %. En plus d'une émission au dessous du pair à 98 % et d'une prime de remboursement de 20 % pour les titres sortant aux tirages annuels, il était prévu que les porteurs pourraient à leur gré obtenir le remboursement de leurs titres, tous les trois ans, les 15 mai 1941; 1944, etc... Le remboursement sera effectué au pair et pour l'obtenir, il faudra procéder au dépôt des obligations six mois à l'avance à la Caisse de l'un des comptables directs du Trésor ayant participé à l'émission.

Il est à peu près certain que les cours des titres de cette émission ne descendront que très peu au-dessous du pair; mais le Trésor sera périodiquement menacé d'une demande de remboursement massif. Ce danger, très sérieux, doit inciter le gouvernement à n'accorder que tout à fait exceptionnellement un avantage si périlleux pour l'état des finances publiques.

D. FONDS DE SOUTIEN ET ACHATS PAR LA CAISSE D'AMORTISSEMENT.

A certaines périodes, soit que les circonstances économiques obligent les capitalistes à vendre leurs titres, soit

plus souvent que le rythme des émissions soit trop précipité, une masse considérable de titres est jetée sur le marché. La loi bien connue de l'offre et de la demande fera baisser les cours d'une façon sensible au Crédit public si les offres des vendeurs se trouvent sous contrepartie. L'Etat est alors amené à se porter acquéreur de l'excédent des titres offerts.

L'idée d'intervenir ainsi sur le marché est assez ancienne. A la fin de l'Ancien Régime, le contrôleur général Calonne obligé de recourir à l'emprunt assurait le succès de ses émissions en organisant la hausse des fonds publics et en provoquant la baisse des valeurs qui leur faisaient concurrence.

Napoléon 1^{er} s'engagea aussi dans cette voie en 1803 et 1808. En 1803, la menace d'une rupture prochaine avec l'Angleterre amena un mouvement de baisse des fonds publics; l'Empereur écrivit aussitôt à son Ministre des Finances « Employez dit-il, demain, 4 millions pour soutenir le cours du 5 % et la même somme, s'il le faut, pour chacun des deux jours suivants. Point d'objection ». Les titres n'en baissèrent pas moins de 10 % environ. En 1808, l'Empereur fit une nouvelle tentative, le 5 % dont le cours dépassait 90 francs au moment de la paix de Tilsitt, baissait d'une façon continue et menaçait de ne pas s'arrêter à 80 francs, il décida de faire acheter par un agent de change tous les titres offerts à 80 francs ou au-dessous. Quelques mois après, il pouvait dire à Mollien « Je vois avec plaisir que le cours du 5 % n'a pas été au-dessous de 80 francs, je ne regrette pas les 30 millions qui y ont été employés; dût-il en coûter autant, je désire que vous teniez la main à ce que ce cours soit maintenu ».

Du 31 décembre 1881 au 4 janvier 1882, le Ministre des Finances Allain Targé fit acheter au comptant des titres

de rente 3 % amortissable pour soutenir une émission. Il réussit à revendre les titres achetés avec un léger bénéfice à la liquidation de fin de mois.

La guerre de 1914-1918 a rendu à la question toute son importance et a aussi modifié les données du problème : il paraissait juste de porter secours à ceux qui, faisant confiance à l'Etat, lui avaient apporté une partie de leurs épargnes et il fallait inciter le public à souscrire aux émissions suivantes. La baisse des fonds publics avait été générale chez les belligérants et presque partout la Puissance publique essaya d'y porter remède. La Grande Bretagne créa un fond de dépréciation où puisait le Trésor quand les cours fléchissaient au-dessous du prix d'émission. L'Allemagne employa une autre méthode : les souscripteurs initiaux reçurent l'assurance de pouvoir toujours vendre leurs titres à la Reichsbank, jusqu'à concurrence de 2.000 marks.

L'Etat français se décida aussi à intervenir; il organisa pour celà, un fonds de soutien sur le modèle anglais : ce fut l'œuvre de la loi du 26 octobre 1917 : « Il est ouvert au budget général de l'Etat, jusqu'à ce qu'une loi ultérieure en décide autrement, un crédit qui sera affecté à la constitution au moyen de versements mensuels de 60 millions d'un fonds spécial destiné à faciliter la négociation des emprunts de la Défense Nationale. Ce fonds sera employé à l'achat sur le marché de titres de ces emprunts ». En plus de l'aide temporaire apportée au marché, était aussi réalisé un certain amortissement de la Dette publique, puisque les rentes achetées étaient remises au Trésor et annulées définitivement. Les titres des rentes émises depuis la guerre étaient achetés en bourse à un prix qui ne pouvait être supérieur aux maxima fixés

légalement, eux-mêmes égaux ou très voisins du prix d'émission. La Chambre syndicale des agents de change de Paris fut chargée de procéder aux achats qui se firent au comptant. Tous les dix jours une insertion au Journal Officiel fit connaître au public le montant de ces achats. La mensualité de 60 millions de francs qui alimentait le fonds fut portée à 120 millions à partir du 1^{er} janvier 1918. Le fonds fut supprimé le 31 décembre 1921. Le montant total des achats qu'il effectua est légèrement supérieur à 4 milliards de francs.

Le marché des rentes avait retrouvé grâce à ce moyen une certaine activité; mais dès 1924, il y eut une régression brutale des cours; le gouvernement se préoccupa de la situation, il était en effet nécessaire de procéder à une émission et une baisse trop accentuée aurait pu nuire au succès de l'opération : il résolut d'agir plus discrètement; après avoir essuyé un refus des grands établissements de crédit, il s'adressa à la banque de Paris et des Pays-Bas qui consentit à se porter acheteur des rentes flottantes. Une quantité considérable fut absorbée; une hausse sensible des cours succéda au mouvement de baisse. Puis la même banque, pour assurer le succès de l'émission de l'emprunt, mena une vigoureuse offensive à la baisse contre les valeurs à revenu variable, la baisse profonde qui s'ensuivit devait détourner pour un temps les capitalistes des placements privés et les conduire à s'intéresser aux valeurs à revenus fixes. En réalité, il y eut une perturbation générale des cours qui entraîna les rentes dans le mouvement de baisse. Le marché ne retrouva une activité normale qu'en juillet 1925 grâce à l'influence d'achats soutenus opérés par quelques grandes banques pour aider au placement des titres du nouvel emprunt avec garantie

de change. L'opération fut à ce moment beaucoup plus discrète que la précédente : il était préférable de ne pas exposer dans les journaux tous les détails de la politique financière. Les interventions en bourse effectuées au moment opportun par quelques grandes banques réussirent à redresser les cours, favorisant en même temps les souscriptions à l'emprunt en cours d'émission.

La Caisse autonome de gestion des bons de la Défense Nationale et d'amortissement de la Dette publique fut autorisée par la loi du 30 décembre 1928 à concourir par voie d'achats en bourse à l'amortissement des rentes des bons et obligations du Trésor et du Crédit National; les titres ainsi achetés devaient être immédiatement et définitivement annulés. Il ne s'agissait pas seulement de procéder à un amortissement, mais d'entraîner une hausse des cours, dont le but n'était pas la seule amélioration du crédit public : elle devait rendre juridiquement possible une conversion. Le rapport annuel de la Caisse pour 1930 signale que « Le courant régulier de transactions développé par les rachats en bourse a eu le plus heureux effet sur la tenue des cours des rentes, dont la fermeté n'a cessé de s'affirmer en dépit de la crise qui a sévi sur le marché des valeurs. La hausse des cours des rentes, 4, 5 et 6 % à un niveau supérieur au pair a rendu techniquement réalisables les opérations de conversion possibles à partir de 1931 sur certains fonds de la Dette publique ». Ces achats poursuivis de 1929 à 1931 ont porté sur un capital nominal de 10.297 millions de francs. De nouveaux achats eurent lieu durant les mois qui précédèrent la conversion, mais dès que cette opération fut terminée, les cours des rentes converties, brusquement privées de soutien baissèrent dans de très fortes proportions : les nouvelles rentes 4 1/2 %,

qui lors de l'introduction en bourse dépassaient légèrement le pair oscillèrent aux environs de 93 francs à la fin de 1932 et tombèrent à 83 francs six mois après. L'action de la Caisse d'Amortissement avait eu un caractère trop factice et son seul but avait été de rendre la conversion possible. Elle fut critiquée, en particulier par le professeur G. Jèze qui lui reprochait de dissimuler l'état véritable du crédit public et qui engageait les dépositaires de la fortune publique à rester étrangers aux jeux de bourse suivant les conseils d'un grand Ministre des Finances, Léon Say.

La crise économique qui commençait dès 1932 à faire sentir ses effets sur le recouvrement des impôts ne permit pas à la Caisse d'Amortissement de continuer ses achats à une aussi vaste échelle. Ils ne cessèrent pas complètement cependant; tombés à 260 millions de francs en 1933, ils passèrent à 469 millions en 1934, à 771 millions en 1935 pour atteindre 866 millions en 1936.

Le début de 1937 fut marqué par une baisse générale des fonds d'Etat et surtout par des mouvements accidentels de hausse et de baisse difficilement explicables. Le gouvernement estimait que la restauration du crédit public et la hausse des fonds d'Etat ne pouvaient être obtenues que par une politique générale appropriée; mais s'il n'était pas désirable de provoquer une hausse artificielle des cours par une expansion également artificielle du crédit, il fallait éviter des variations trop brusques et donner aux porteurs de titres d'Etat une garantie de stabilité. Le décret du 22 juillet 1937 décida dans ce but la création d'un fonds de soutien des rentes et valeurs du Trésor à long et moyen terme. Le rapport au Président de la République qui précède le dispositif précise que « le nou-

vel organisme n'aura pas pour objet de s'opposer aux mouvements normaux résultant du libre jeu des transactions, mais seulement d'éviter des écarts de cours hors de proportion avec le volume des ordres qui les provoqueraient ».

Les ressources de ce fonds étaient fournies par la réévaluation de l'encaisse-or de la Banque de France et des avoirs disponibles en devises étrangères sur la base de 43 milligrammes d'or par franc¹. Il est géré par la Caisse d'Amortissement pour le compte et la responsabilité du Trésor public. Il peut être mis fin aux opérations du fonds par décret rendu sur la proposition du Ministre des Finances, le Conseil des Ministres entendu.

E. PRESSION DE LA PUISSANCE PUBLIQUE SUR LE MARCHÉ DES FONDS PUBLICS.

Pendant les années 1920 et 1921 les cours des rentes ont très peu varié. A chaque date de détachement du coupon le titre baissait du montant des arrérages qu'il regagnait avec une régularité mathématique dans le trimestre ou le semestre suivant. Malgré l'absence de documents qui le montrent, il est certain que le Gouvernement a agi sur les cours de bourse. Afin d'éviter la baisse qu'auraient entraîné les nouvelles jugées mauvaises et qui aurait porté gravement atteinte au crédit public, le Ministère des Finances était intervenu auprès de la Chambre syndicale des agents de change, pour que soit fixé pour chaque nature de rente un cours minimum. Jusqu'en 1920, grâce à l'action du fonds de soutien et aux achats effectués par les assujettis à la contribution sur

(1) La dotation initiale a atteint 6.870 millions de francs.

les bénéfices de guerre, les cours s'étaient maintenu à un niveau voisin du prix d'émission. A partir de 1920 les cours resteront sensiblement stationnaires, toutes les transactions devaient s'effectuer au prix fixé par la Direction du mouvement général des fonds.

En réalité, cette pression occulte n'eut pas le succès qui en était espéré. Le peu d'activité du marché semblait plutôt détourner les capitalistes des placements en fonds d'Etat. Les porteurs de rentes désireux de vendre leurs titres devaient attendre de longs mois l'exécution de leurs ordres. Cette situation fit apparaître un marché hors cote; rien ne pouvait empêcher un porteur de rentes de vendre ses titres à une personne désirant acheter à un prix convenu d'avance. Des intermédiaires surgirent. Les opérations, entourées au début d'un grand mystère finirent par être connues de tous. Deux cotes furent établies dans les journaux financiers : la cote officielle et la cote résultant du jeu de la loi de l'offre et de la demande. Le gouvernement préféra tolérer une pratique qu'il n'aurait pu que très difficilement proscrire. L'existence de ces deux marchés créait une situation anormale et contraire au résultat cherché. La prolongation de cet état de choses risquait d'entamer la confiance. La presse s'émut et la question fut portée à la tribune du Sénat. Le retour à la liberté du marché ne se fit que progressivement au début de l'année 1922.

§ 2. — *L'EMPRUNT A LOTS*

Pour faciliter l'émission d'un emprunt, des lots peuvent être offerts, qui attirent les souscriptions par l'espoir de gagner une somme considérable. Le remboursement

des titres, qui a lieu en général par voie de tirage au sort, est accompagné d'une loterie qui sert à désigner certains titres. Ces titres seront pourvus de lots dont le nombre et le montant sont fixés par avance.

L'Ancien Régime a connu de nombreuses opérations où la répartition de sommes était laissée au choix du hasard; elles allaient de la véritable loterie à l'emprunt à lot proprement dit. Ce furent surtout les « tontines » autorisées par l'Edit de novembre 1653. Necker crut pouvoir rétablir le crédit public par l'émission d'emprunts à lots dont le succès fut très grand. La Révolution interdit d'abord toutes les loteries, mais la pénurie des finances publiques fit rétablir par la loi du 9 Vendémiaire an VI « la ci-devant loterie de France ». Ce ne fut qu'en 1836 que fut prononcée l'interdiction formelle des loteries de toute espèce : l'Etat s'abstint d'y recourir, mais des lois autorisèrent quelques villes et quelques établissements à émettre des emprunts à lots; les plus connus sont ceux de la Ville de Paris et du Crédit Foncier de France.

Un mouvement en faveur des loteries et des emprunts à lots apparut au cours de la guerre. Durant les hostilités toutes les propositions de ce genre furent écartées; mais lorsqu'il s'agit de créer un organisme chargé de faciliter la réparation des dommages causés par la guerre, la loi du 10 octobre 1919 stipula que les emprunts émis par le Crédit National pourraient être des emprunts à lots. Le Crédit National fonctionne au compte de l'Etat et sous son contrôle; il en est un véritable mandataire; c'est donc l'émission de véritables emprunts d'Etat à lots qui fut autorisée.

Pour conserver à l'opération son véritable caractère d'emprunt public, il faut que l'attribution de lots ne soit

qu'un avantage spécial, qui s'ajoute aux autres avantages, dont peut bénéficier le titre : intérêt, émission au-dessous du pair, immunités fiscales. Ne peuvent être considérés comme emprunts à lots ressortissant aux opérations de crédit public, que les opérations où les participants retrouvent intégralement le capital versé et où l'intérêt servi n'est pas trop inférieur au taux couramment pratiqué. Quand l'émission satisfait à ces conditions, les arguments des moralistes perdent un peu de leur force. Le prêteur renonce volontairement à une portion de l'intérêt auquel il aurait pu prétendre, pour que l'Etat consacre la totalité ou la plus grande partie de l'économie réalisée à une répartition de lots.

Ainsi compris, l'emprunt à lots n'est pas à repousser spécialement. Il peut développer l'esprit d'épargne dans les classes modestes de la société et l'enrichissement subit qu'il procure à certains privilégiés de la Fortune n'est pas plus immoral, peut-être moins quelquefois, que d'autres. Quoiqu'il en soit, puisque la multitude aime à se livrer aux jeux du hasard, il est encore préférable que l'Etat offre lui-même une combinaison minutieusement réglementée et soigneusement débarrassée des plus gros dangers. Leroy-Beaulieu n'y était pas défavorable, mais ne voulait pas que l'Etat en abusât : « Ce doit être, disait-il, une sorte de condiment dans le crédit public et non la substance même de ce crédit » ¹.

Le Crédit national, créé par la loi du 10 octobre 1919, avait la tâche très rude de trouver d'énormes ressources en dehors des emprunts d'Etat, pour effectuer le paiement des dommages de guerre et favoriser le relèvement

(1) LEROY-BEAULIEU. *Traité de la Science des Finances*, 7^e édition, tome II, p. 372.

de l'industrie et du commerce français par des prêts à long terme. Afin de stimuler les souscriptions il fut décidé de permettre pour la première fois depuis 1787 l'émission d'emprunts à lots. Les conditions dans lesquelles sont effectuées les opérations sont déterminées par une convention passée avec l'Etat et soumise à l'approbation législative. Aux termes de cette convention datée du 7 juillet 1919 : « L'Etat doit inscrire chaque année à son budget les annuités nécessaires pour assurer le service d'intérêt, le remboursement et, s'il en existe, les primes et lots des obligations que le Crédit National aura émises après autorisation ». L'assimilation aux fonds d'Etat est complète; il s'agit vraiment d'emprunts d'Etat à lots.

Le Crédit National a profité largement de la possibilité que la loi du 10 octobre 1919 lui offrait. De 1919 à 1924 huit emprunts furent émis, dont six comportaient l'attribution de lots. En 1925 et dans les années qui suivirent, le financement de l'établissement a eu lieu au moyen d'avances consenties par l'Etat.

La distribution de lots ne constitue qu'un avantage secondaire, s'ajoutant à des conditions qui, à elles seules, auraient constitué un excellent placement. L'intérêt offert fixé à 5 % en 1919 et 1920 s'éleva à 6 %, en 1921, 1923 et 1924, une prime d'émission, variable, mais atteignant 3 % pour le second emprunt en 1920, le majora légèrement. Le porteur est formellement assuré de n'avoir à acquitter aucun impôt français présent ou futur sur le montant des coupons, des primes et des lots. Une prime de remboursement, fixée à 20 % du capital, fut accordée en outre aux souscripteurs du premier emprunt.

Ce premier emprunt fut autorisé par l'arrêté ministériel du 21 novembre 1919. Il est au capital nominal de

4 milliards de francs divisé en 8 millions d'obligations de 500 francs chacune, émises à 495 francs et amortissables en 75 ans. L'intérêt servi est de 5 %. L'amortissement a lieu par tirages au sort; les obligations sont remboursables soit au pair augmenté d'une prime de 100 francs, c'est-à-dire à 600 francs, soit par lots. Chaque année il y a quatre tirages, comprenant au total 68 lots, répartis également entre les 4 tirages :

4 obligations sont remboursées par un million; 4 par 500.000 francs; 20 par 100.000 francs; 40 par 50.000 francs. La somme totale annuelle répartie par le procédé de la loterie est de 10 millions.

Le nombre des lots est très faible. Si l'amortissement se poursuit régulièrement, c'est-à-dire si le Crédit National n'use pas de la faculté qu'il s'est réservée de pouvoir rembourser à partir du 1^{er} janvier 1940 par anticipation à 600 francs, tout ou partie des obligations restant en circulation, le nombre total des lots distribués sera 5.100, représentant 750 millions de francs; le nombre des obligations étant de 8 millions, il en résulte que 1 obligation sur 1.568 seulement sera remboursée par un lot. Par contre, le montant des lots est très élevé, d'autant plus qu'en 1919 le franc n'avait perdu encore qu'une faible partie de sa valeur.

Le sixième emprunt du Crédit National autorisé et émis en 1923 est conçu sur d'autres bases. La somme répartie annuellement sous forme de lots a été proportionnellement très augmentée, le nombre des lots aussi, mais il n'y a plus de très gros lots : pas de lots de un million; par contre des lots de 10.000 francs, de 5.000 francs et un très grand nombre de lots de 1000 francs ont été prévus. Le montant de l'emprunt est de 3 milliards sous forme de

6 millions de bons de 500 francs rapportant 6 %; 7.200 bons sont annuellement remboursés par un lot; le remboursement total devant être effectué en 25 ans, le nombre total des lots attribués sera 180.000 pour 6 millions de bons, ce qui fait que 1 bon sur 33 environ bénéficiera d'un lot.

La comparaison entre ces deux emprunts montre une tendance à accroître le nombre des lots, tout en supprimant ou ne laissant subsister que fort peu de très gros lots. Ceci rend l'emprunt plus attirant pour la majorité des souscripteurs, tout en donnant en partie satisfaction aux moralistes, hostiles aux lots trop importants.

§ 3. — *LES AVANCES SUR TITRES DE FONDS PUBLICS*

Les porteurs de valeurs mobilières peuvent obtenir des banques l'avance d'une certaine somme d'argent en remettant leurs valeurs en garantie. Le banquier perçoit comme rémunération un intérêt proportionnel au montant de l'avance et à sa durée, ainsi qu'un droit fixe nommé droit de commission. L'avance sur titres se développe beaucoup depuis que les valeurs mobilières constituent une partie très importante des patrimoines des particuliers : elle présente de grands avantages, puisque l'emprunteur ne se dessaisit pas de ses titres et que restant propriétaire il perçoit les intérêts et profite éventuellement des primes et lots.

Les banques ordinaires ne consentent les avances sur titres qu'à des conditions assez onéreuses, notamment en percevant les droits de commission à des intervalles très rapprochés.

Le porteur de fonds publics s'adressera à la Banque de France, dont les conditions sont fort libérales : l'article 130 du décret du 31 décembre 1936 portant codification des textes concernant la Banque de France, précise que « l'avance ne peut excéder les quatre cinquièmes de la valeur des effets présentés d'après leur cours au comptant la veille du jour où l'avance est faite... ». L'avance est supérieure quand des textes formels en ont ainsi disposé : c'est ainsi que les bons émis par la Caisse Autonome de la Défense Nationale jouissent de grandes facilités de mobilisation. Dès la souscription, ils peuvent faire l'objet d'avances atteignant 90 % de leur valeur nominale et 95 % quand ils n'ont plus qu'une année de durée. De plus, ils peuvent servir de gage pour des prêts à trente jours à un taux égal à celui de l'escompte officiel.

La Banque de France fixe un taux pour les avances sur titres, qui est toujours supérieur au taux de l'escompte, l'écart étant de $\frac{1}{2}$ % ou 1 %, mais qui est parfois inférieur au taux de l'intérêt que rapporte le titre engagé.

Ce moyen de crédit est extrêmement utilisé; pour s'en rendre compte il suffit de savoir qu'en 1936 le total des sommes avancées par la Banque a été de 25.435 millions; en 1937, il a dépassé 33 milliards de francs.

SECTION III

LES AVANTAGES CONSENTIS INTUITU PERSONAE

D'une façon générale, les avantages accordés par l'Etat profitent à tous les souscripteurs et porteurs de fonds publics dans les mêmes conditions. Ils accompagnent la possession du titre plutôt qu'ils ne se fixent dans la personne du possesseur. Il arrive pourtant que la qualité du détenteur soit prise en considération, et en fasse augmenter le nombre ou permette d'en obtenir une efficacité plus grande. C'est ce qu'ont réalisé les mesures prises en faveur des petits porteurs et la réglementation des patrimoines matrimoniaux.

§ 1. — *LES AVANTAGES ACCORDES AUX PETITS PORTEURS DE RENTE*

Quand la stabilisation légale de 1928 eut fait évanouir tout espoir de retour du franc à sa valeur de Germinal an XI, il parut équitable de favoriser quelque peu les rentiers dont le revenu datant d'avant guerre, avait été amputé d'environ quatre cinquièmes de sa valeur. La loi de finances du 30 décembre 1928 autorisa la Caisse d'Amortissement, récemment créée, à délivrer en échange des titres de rente 3 % perpétuelle, des titres de rentes

viagères individuelles ou réversibles. Seuls bénéficiaient de cette disposition les porteurs d'avant guerre non inscrits au rôle de l'impôt général sur le revenu. Le décret du 1^{er} mai 1929 fixa les modalités d'application. Le montant de la rente à servir par la Caisse Autonome était déterminé par application à la valeur des titres présentés à l'échange, des tableaux dont fait usage la Caisse Nationale des retraites pour la vieillesse. La valeur des titres présentés à l'échange était calculée sur la base du premier cours coté au comptant à la Bourse de Paris, à la dernière bourse précédant le dépôt de la demande d'échange. La Caisse Autonome avait refusé de compter les rentes des porteurs d'avant guerre à une valeur supérieure au cours de bourse, car, expliqua-t-elle, si une telle mesure peut se justifier par des considérations d'équité, la mission de la Caisse ne le permet pas : chargée d'amortir ou de gérer tel ou tel élément de la Dette publique, elle n'est pas faite pour supporter les charges correspondant à des mesures libérales que le législateur croit devoir prendre en faveur de telle ou telle catégorie de citoyens jugée intéressante.

A l'occasion de la conversion de 1932, des offres plus avantageuses furent faites. Les porteurs de rente 5 % 1915 et 1916, 6 % 1920 converties, de 3 % perpétuel et 4 % 1917 et 1918, âgés de soixante ans au moins, non inscrits au rôle de l'impôt général sur le revenu pour l'année 1932, qui avaient souscrits ou acquis leurs titres antérieurement au 30 novembre 1920, purent demander à la Caisse Autonome d'Amortissement jusqu'au 1^{er} avril 1933, l'échange au taux de 110 %, de leurs titres contre des titres de rente viagère à capital aliéné, individuelle ou réversible. Les petits rentiers qui remplissaient les condi-

tions exigées, sauf en ce qui concerne l'âge, pourraient bénéficier de l'offre, quand ils atteindraient soixante ans, pourvu qu'ils en fissent la demande avant le 1^{er} avril 1933, et qu'ils conservent sans interruption les titres en question. La loi autorisa aussi les porteurs de 3 % perpétuel qui avaient effectué l'échange prévu par la loi du 30 décembre 1928, à demander la révision de leur pension afin de profiter des dispositions nouvelles plus libérales.

Les petits porteurs avaient un gros intérêt à accepter l'offre faite : le capital était majoré de 10 % puis transformé en une rente viagère calculée d'après le taux de 5 % qui était celui de la Caisse Nationale de retraites pour la vieillesse et que le Trésor ne payait plus aux rentiers.

La Caisse Autonome, chargée des opérations d'échange accorda les plus grandes facilités. Le contentieux fut confié aux tribunaux civils et l'assistance judiciaire accordée de droit en la matière. La preuve de la possession des titres avant le 30 novembre 1920 était très largement admise, une attestation d'une banque ou d'un comptable du Trésor, un récipissé de souscription, un bordereau d'achat suffirent.

Les demandes de rentes viagères furent très nombreuses, plus nombreuses que ne le préoyaient les estimations : d'après le bulletin de la Fédération des porteurs de valeurs mobilières, elles dépassèrent 10.000¹.

Enfin, lorsqu'en septembre 1936 le gouvernement décida de procéder à l'alignement monétaire du franc, les petits porteurs de fonds publics eurent la possibilité d'échanger leurs titres contre des titres de rente viagère

(1) Cité par PAYOT, thèse 1933. *La conversion française de 1932.*

à capital aliéné individuelle ou réversible. Les conditions de l'échange fixées par la Convention du 27 septembre 1936 entre le Ministre des Finances et la Caisse d'Amortissement étaient plus avantageuses que celles prévues en 1932. Pouvaient faire l'objet d'un échange non seulement les rentes sur l'Etat perpétuelles ou amortissables, mais aussi les bons ou obligations du Trésor émis, à six mois ou plus et les bons de la Défense Nationale. Il fallait que les porteurs fussent âgés d'au moins cinquante-cinq ans et pussent justifier avoir acquis leurs valeurs antérieurement au 26 septembre 1936; toutefois les porteurs des mêmes valeurs qui auraient au moins cinquante ans au 31 mars 1937 pourraient profiter de cet avantage à cinquante-cinq ans s'ils en faisaient la déclaration avant le 1^{er} avril 1937. Les titres échangés étaient repris pour une contre-valeur égale à la moyenne des premiers cours au comptant cotés à la Bourse de Paris pendant les quinze jours ouvrables précédant la remise de ces titres. Les rentes viagères sont calculées d'après le tarif de la Caisse Nationale des retraites pour la vieillesse, majoré de 10 %. L'Etat s'engageait à verser chaque année à la Caisse Autonome une somme égale à la majoration de tarif de 10 %. La loi du 1^{er} octobre 1936 approuva la Convention et décida de plus que les rentes viagères consenties dans ces conditions seraient affranchies de l'impôt sur les traitements et salaires, pensions et rentes viagères et de l'impôt général sur le revenu.

Ces différentes mesures n'ont apporté qu'une solution très fragmentaire au problème de la valorisation des emprunts publics posé par la dépréciation monétaire, qui dans beaucoup de pays européens a suivi la guerre de

1914-18. Il est intéressant de les comparer avec celles, qui, dans un même but sont intervenues en Allemagne¹.

La question se posait sur une autre base, puisque la valeur de la monnaie y avait été réduite pratiquement à zéro. La loi du 16 juillet 1925 procéda à une conversion des emprunts libellés en marks : le Reich ne traitait pas avec les porteurs, mais leur faisait des concessions bénévoles, en pleine indépendance. Deux idées étaient à la base des mesures prises : d'une part celle d'indemniser les porteurs proportionnellement à leurs intérêts, d'autre part celle de favoriser les petits porteurs et les porteurs anciens.

La première a permis à tous les possesseurs de faire échanger les titres anciens contre des titres nouveaux dans la proportion de 2,5 % environ du capital nominal; le nouveau fonds étant perpétuel et aucun intérêt n'étant promis de façon ferme.

Quant à la seconde, elle a eu pour résultat d'accorder un traitement plus libéral aux porteurs anciens, c'est-à-dire aux porteurs ayant acquis leurs titres avant le 1^{er} juillet 1920 et qui les ont conservés sans interruption depuis lors. Les compensations sont d'autant plus importantes que les titulaires sont plus pauvres. Le porteur ancien non nécessairement, par là, la législation allemande entend celui dont les revenus annuels dépassent 800 Reichsmarks, reçoit en plus du titre nouveau d'emprunt converti, un bon d'amortissement qui transforme pratiquement son titre perpétuel sans intérêt, en un titre amortissable par tirages au sort. L'amortissement se fait sur la base de cinq fois le montant du titre converti. Il

(1) Consulter : *Bulletin mensuel de la Société de législation comparée*, 1926, p. 419 et suiv. Article de Robert VANARD.

reçoit aussi des intérêts fixés à $4\frac{1}{2}\%$ du montant du remboursement. Donc pour le porteur ancien, non nécessairement, la conversion a lieu sur la base de $12,5\%$ du montant des titres anciens qu'il possède, et la nouvelle dette est amortissable et rapporte un intérêt annuel de $4\frac{1}{2}\%$.

Le porteur ancien dont le revenu annuel n'excède pas 800 Reichsmarks, abstraction faite des pensions de guerre et des rentes sociales, a droit en plus du bon d'amortissement que reçoit tout porteur ancien, à une rente annuelle, transmissible à son conjoint ou à ses parents au premier degré, eux-mêmes nécessaires. Le montant de cette rente atteint 80% du titre converti; il est porté à 100% si l'intéressé renonce à l'amortissement et à 120% s'il est âgé de plus de soixante ans. Ce qui fait que les porteurs anciens nécessaires ont obtenu une rente qui en monnaie nouvelle s'est élevée à 2% , $2\frac{1}{2}\%$, ou 3% de leur ancien capital. Les petits porteurs français dont la situation économique est sensiblement équivalente à celle des anciens porteurs nécessaires allemands n'ont pas obtenu de compensations comparables; il s'en faut de beaucoup.

§ 2. — LES PATRIMOINES MATRIMONIAUX¹

La réglementation des différents régimes matrimoniaux a pour but d'assurer la stabilité des patrimoines des époux : il est désirable qu'ils retrouvent l'intégralité de leurs apports à la dissolution du mariage. Le mari gère le plus souvent les biens de la femme, il a fallu le sou-

(1) Voir SÉMAL. Thèse Paris, 1936. *Des clauses d'emploi et de emploi en matière de valeurs mobilières.*

mettre à des règles qui assurent la plus grande sécurité possible : il a l'obligation de faire emploi des deniers propres de la femme et de remployer le produit des ventes des immeubles ou des effets mobiliers propres ou dotaux; il doit effectuer le placement en certains biens déterminés, immeubles ou valeurs mobilières.

Emploi et remploi sont très souvent prévus et régis par le contrat de mariage. La pratique notariale veille à l'insertion dans le contrat de listes détaillées de biens admis en remploi. Ce peuvent être uniquement des immeubles, dans la plupart des cas y figurent aussi les valeurs mobilières, offrant le plus de sécurité : valeurs d'Etat ou garanties par l'Etat en tout premier lieu.

Le législateur, peut-être poussé par le désir de faciliter l'administration des patrimoines, plus vraisemblablement pour créer un débouché nouveau et important aux titres de l'Etat, a, dans une série de lois, décidé que dans tous les cas où le remploi serait autorisé ou prescrit en immeubles, les parties auraient aussi le droit de faire le remploi en titres de rente ou en des titres jouissant de la garantie de l'Etat. La première loi sur cette matière date de 1862. La jurisprudence antérieure ne l'admettait pas. La loi du 2 juillet 1862 établit l'équivalence entre les immeubles et les rentes 3 %. Le texte fondamental qui reproduit d'ailleurs l'article 46 de la loi de 1862, est l'article 28 de la loi du 16 septembre 1871 : « Les sommes, dont le placement ou le remploi en immeubles est prescrit ou autorisé par la loi, par un jugement ou par une disposition à titre gratuit entre vifs ou testamentaire, peuvent, à moins de clause contraire, être employées en rentes françaises de toute nature... »

Toute une série de textes postérieurs a assimilé aux

rentes françaises des titres présentant les mêmes garanties. Les valeurs bénéficiant de cette équivalence sont notamment les Bons de la Défense Nationale (article 1^{er} de la loi du 10 juillet 1915), les obligations des P. T. T. (article 77 de la loi du 30 juin 1923), les obligations du Crédit National.

Le législateur, par cette réglementation, déroge au principe de l'autonomie de la volonté : les contrats doivent être respectés. Cependant il a donné à ces dispositions un caractère supplétif : la substitution des valeurs mobilières d'Etat à des immeubles ne pourra avoir lieu si les parties en ont décidé autrement par une clause expresse.

CHAPITRE III

AVANTAGES D'ORDRE MONÉTAIRE

Les bouleversements monétaires entraînés par la Grande Guerre et par les crises économiques qui l'ont suivie, ont mis en lumière les variations de valeur de l'étalon qui servait à mesurer les obligations acceptées par les débiteurs. L'histoire apprend qu'il y a eu d'autres époques où l'unité monétaire a subi des variations sinon identiques, du moins comparables. Le Moyen Age connut une dépréciation monétaire presque constante. La période révolutionnaire fut marquée par des troubles résultant de l'émission d'une quantité exagérée de papier-monnaie.

Mais les pays à finances bien gérées avaient connu au dix-neuvième siècle et dans les années précédant la guerre une stabilité monétaire remarquable, qui avait détourné l'attention des contractants de l'importance des clauses de paiement en saine monnaie. Les paiements s'effectuaient pratiquement en monnaie d'or ou en billets de banque que le porteur pouvait échanger, s'il le désirait, contre un poids d'or déterminé. Certes la puissance d'achat de la monnaie d'or variait quelque peu, mais dans des proportions et avec une vitesse si faibles que les prêteurs ne songeaient pas à comparer les pouvoirs d'achat de la somme prêtée le jour du prêt et le jour du

remboursement. Les variations changeaient d'ailleurs périodiquement de sens, ce qui en atténuait les conséquences pratiques. Dans la période qui va de 1820 à 1914, le franc a constamment conservé la même définition métallique. Son pouvoir d'achat a augmenté de 1820 à 1850 et pendant le dernier quart du 19^e siècle, il a baissé de 1850 à 1875 et au début du vingtième siècle. Il est assez difficile d'en chiffrer les variations, cependant l'augmentation du pouvoir d'achat atteignait environ 30 % vers 1900 et 25 % en 1914 par rapport à celui qu'il avait en moyenne pendant les années 1865-1875.

En période troublée, lorsque la convertibilité des billets de banque est suspendue, que les variations des cours des devises montrent chaque jour l'amoindrissement de la monnaie nationale, les particuliers cherchent à mettre leurs capitaux à l'abri. Ils se détournent des placements ordinaires pour se rendre acquéreurs d'immeubles, de marchandises, de biens réels, ou encore pour s'intéresser aux grandes valeurs internationales ou même pour transformer leurs disponibilités en devises de pays à monnaie saine.

Dans ces périodes de troubles monétaires il est très difficile à l'Etat de trouver des prêteurs aux conditions habituelles. Pour vaincre leur appréhension, un premier moyen, le plus simple, est d'offrir un taux d'intérêt très élevé, dont une partie représente la rémunération du capital à un juste prix, le reste pouvant être considéré comme une contre-partie des risques courus, une prime d'assurance. L'instabilité monétaire des années 1924-1925 et 1936-1937 a obligé l'Etat à offrir un taux d'intérêt plus élevé qu'aux heures les plus incertaines de la guerre. Les bons du Trésor émis le 12 novembre 1924 rapportent un

intérêt réel au moins égal à 9,14 % ; il atteint 10,2 % pour les titres remboursés à la fin de la huitième année et 12 % pour ceux qui, déterminés par tirage au sort ont été remboursés dès la fin de la sixième année. Le décret du 16 décembre 1936 décida l'émission d'obligations du Trésor à 4 %, remboursables en 1945 à 140 % de leur valeur nominale. Le taux réel du placement calculé sur la base des intérêts composés ressortit à 7,81 %. L'Etat ne trouve plus à emprunter à des conditions normales.

Pour éviter de consentir un tel intérêt, il peut être avantageux de chercher à persuader les prêteurs éventuels qu'ils recevront à échéance une somme représentant intégralement le sacrifice consenti. L'émission d'un emprunt sérieusement garanti par un procédé quelconque contre le risque de dépréciation peut constituer une excellente opération pour l'Etat, quand il a de sérieuses et sincères raisons de croire en la stabilité de sa monnaie. La situation peut être alors renversée : le prêteur se contentera d'un intérêt modique en contre-partie de la certitude qu'il a de conserver intégralement ses capitaux ; il consent alors à payer une véritable prime d'assurance contre les risques de dépréciation monétaire. L'étude des pratiques financières privées et publiques offre de nombreux exemples d'opérations de cette sorte.

La volonté présumée du prêteur est que le service de l'emprunt auquel il a souscrit, lui soit effectué dans la monnaie même qui a servi à mesurer les obligations lors de l'établissement de la convention. Aussi longtemps que la définition légale de la monnaie n'est pas modifiée, son pouvoir d'achat reste sensiblement constant ; le public ne

prête pas grande attention à des variations toujours assez lentes pour être presque insensibles.

Avant-guerre les systèmes monétaires de la presque totalité des nations à finances saines reposaient sur le monométallisme-or et quand la situation économique sembla être revenue à son état normal, ce fut l'étalon-or qui presque partout fut adopté.

Mais l'expérience des bouleversements monétaires récents rend les prêteurs plus soucieux de la sécurité de leurs placements et les conduit à exiger des garanties contre les risques de dépréciation qui ne manqueraient pas de suivre l'abandon de la convertibilité en or du papier-monnaie.

Le premier moyen qui vient à l'esprit et celui qui semble procurer le plus haut degré de sécurité, consiste à mesurer les obligations, non en monnaie légale, mais au moyen d'une certaine quantité du métal monétaire, d'or, ou de marchandises possédant un minimum des qualités nécessaires à un étalon des valeurs.

Si la dépréciation ne menace que la monnaie nationale, tandis que la confiance en la stabilité des monnaies étrangères reste inébranlée, l'Etat peut être amené à offrir des titres libellés en monnaies étrangères ou assortis d'une option de change. Un procédé commode consiste à conserver la monnaie nationale comme monnaie de paiement tout en accordant au prêteur une garantie de change. A ces clauses de garanties monétaires est souvent jointe une option de place qui en rend l'exécution plus aisée.

Ces moyens sont imparfaits et peu sûrs, aussi quelques théoriciens ont-ils proposé de stipuler en unités de pouvoir d'achat. Si cette solution n'a pas encore été retenue, peut-être sera-ce une modalité habituelle des emprunts futurs.

SECTION I

L'EMPRUNT-OR

La référence à l'or est certainement le moyen le plus énergique et le plus simple en même temps de garantir le créancier contre une dépréciation dont nulle monnaie, fût-ce la plus sûre et la mieux gagée, n'est à l'abri. Ce n'est pas dire que la garantie soit absolue; l'or étant une marchandise est sujet à des variations de valeur. Durant le dix-neuvième siècle, il a subi une lente dépréciation, plus accentuée pendant et après guerre. Mais la crise économique mondiale qui a débuté aux Etats-Unis en 1929, lui a rendu une grande partie du pouvoir d'achat qu'il avait au début du siècle.

Quoiqu'il en soit, l'or constitue le métal monétaire dont la valeur est la plus stable; c'est une marchandise dont le marché est mondial. Aussi est-il à la base de très nombreuses clauses destinées à parer aux risques de dépréciation monétaire.

L'or peut être considérée comme métal monétaire ou comme marchandise, d'où deux séries de clauses.

§ 1. — LA CLAUSE « MONNAIE D'OR »

La clause « monnaie d'or » oblige les débiteurs à effectuer en or le paiement des intérêts et le remboursement du capital. Elle est très ancienne et très fréquente :

en France au cours du dix-neuvième siècle, à une époque où pourtant le franc était une monnaie très solide, peut-être la plus solide du monde, les notaires inséraient souvent dans leurs actes que le débiteur devait payer, en « bonnes monnaies d'or, sonnantes et trébuchantes ».

En droit privé, une telle stipulation est nulle, par l'effet conjugué du cours légal édicté par la loi du 12 août 1870, et du cours forcé résultant de la loi du 5 août 1914. Le billet de banque est assimilé à la monnaie métallique; il possède la même force libératoire; tel est l'avis d'une grande partie de la doctrine et la solution constante de la jurisprudence.

Lorsqu'un Etat accorde cette garantie, il semble qu'elle devrait produire tous ses effets en cas de baisse de la valeur de la monnaie : s'il a promis de payer ses créanciers en monnaie d'or, il doit le faire, quelque lourde que soit l'exécution de sa promesse. La pratique montre qu'il n'en est pas toujours ainsi.

Les Etats dont les finances sont sainement gérées, n'accordent presque jamais la promesse de payer en monnaie métallique les intérêts ou le principal de leur dette. Un grand Etat fait exception : les Etats-Unis d'Amérique. La loi du 18 mars 1869 « engage la parole des Etats-Unis à payer en monnaie d'or ou son équivalent, toutes les obligations émises par les Etats-Unis, sauf stipulation contraire de la loi d'autorisation de l'emprunt ». Les emprunts émis pendant la Grande Guerre contenaient tous la clause de paiement en or.

Jusqu'au début de 1933, la clause n'a procuré aux porteurs de titres fédéraux américains aucun avantage spécial : jusqu'au mois de mars 1933, les billets avaient toujours été convertibles en monnaie d'or à présentation,

même pendant les hostilités. Elle aurait commencé à être profitable lorsqu'après une lente dépréciation le poids d'or du dollar fut officiellement diminué de 40 % en janvier 1934. Mais peu après la proclamation de l'embargo sur l'or, le 5 juin 1933 le Joint Résolution du Congrès annula la clause-or : « Toute disposition contenue ou rédigée touchant l'obligation ayant pour but de donner au créancier le droit d'exiger le paiement en or ou en une espèce particulière, de pièces ou de monnaie des Etats-Unis d'Amérique, ou en une quantité de monnaie des Etats-Unis d'Amérique mesurée par ce moyen, est déclarée contraire à l'ordre public...

Toute obligation jusqu'ici ou désormais contractée sera acquittée par le paiement, dollar par dollar, en pièces ou en monnaie ayant cours légal et force libératoire pour les dettes publiques et privées au jour du paiement » ¹.

Les différentes Cours de justice américaines ont appliqué très rigoureusement le Joint Résolution. Elles admettent que la nullité de la clause dollar-or peut être opposée à tous les créanciers, quelle que soit leur nationalité. La loi de 1933 interdit donc à tout créancier et à tout débiteur même non américain d'exiger ou d'effectuer sur le territoire des Etats-Unis l'exécution de la clause dollar-or. L'interdiction est d'ordre public; bien plus, l'exécution de la clause serait un délit pénal pour le créancier et pour le débiteur.

La question de la constitutionnalité de l'abrogation de la clause-or a été portée devant la Cour Suprême qui l'a validée en fondant son argumentation sur l'idée qui a présidé à la dévaluation du dollar et qui était de maintenir au dollar un pouvoir d'achat constant, en prenant

(1) Cité dans la *Revue de Sc. et lég. fin.*, 1934.

pour base celui qu'il possédait en 1926. Elle précise que « le plaignant n'a pas démontré, ni essayé de démontrer, qu'en ce qui concerne le pouvoir d'achat il a subi une perte quelconque..., au contraire, étant donné l'ajustement de l'économie nationale... le versement au plaignant de la somme qu'il demande constituerait, non un dédommagement pour perte subie au sens propre, mais un enrichissement injustifié » ¹.

Ce ne fut pas l'avis de tous les juges dont l'un exprime sa pensée par la citation d'un passage d'Alexandre Hamilton : « Quand un gouvernement fait un contrat avec un particulier, il renonce pour ce qui est de ce contrat à son autorité constitutionnelle et échange son caractère de législateur contre celui d'agent moral, avec les mêmes droits et les mêmes obligations qu'un particulier. On peut considérer à juste titre que ses promesses sont soustraites à son pouvoir de légiférer, à moins qu'il ne les appuie. Il est impossible en théorie de réconcilier l'idée d'une promesse qui oblige, avec le pouvoir de faire une loi qui peut en modifier les effets » ².

L'Etat français n'a jamais stipulé le paiement des intérêts ou le remboursement du capital en monnaie métallique; il n'est peut-être pas souhaitable qu'une telle clause trouve place dans un contrat d'emprunt public. Il est certain que si le paiement en monnaie métallique avait été prévu pour le service de tous les emprunts émis avant et pendant la guerre, le redressement financier de 1926 n'aurait pas été possible et la banqueroute aurait été inévitable : le service de la Dette aurait en effet absorbé la presque totalité des ressources budgétaires.

(1) *Revue S. L. F.*, 1935, p. 128 et suivantes.

(2) *HAMILTON'S Works*, p. 519; cité dans *Revue S. L. F.*, 1935.

Certes l'insertion d'une clause-or permettrait à l'Etat de trouver des prêteurs à des conditions bien meilleures. Le taux de l'intérêt des emprunts d'Etat pourrait être abaissé à 3 1/2 % ou 3 %, peut-être même moins, puisque dans les périodes d'insécurité plus d'un capitaliste préfère transformer ses disponibilités en lingots d'or improductifs, plutôt que de courir le risque monétaire. Le lancement d'un grand emprunt or assurerait très probablement le succès d'une vaste opération de conversion, qui réduirait fortement le montant des crédits budgétaires affectés au service des intérêts de la Dette. Quelques propositions dans ce sens ont été déposées sur les bureaux des Chambres. En 1933, le député Emile Borel propose le lancement d'un grand emprunt or de 100 milliards de francs dont le produit aurait été exclusivement affecté par la Caisse d'Amortissement à l'amortissement de la Dette flottante, de la Dette amortissable et de la Dette perpétuelle. Les titres auraient rapporté un intérêt annuel de 4 % ; chaque coupon étant payable en monnaie d'or¹. Toutefois, la clause-or n'était pas prévue pour le remboursement du capital.

§ 2. — LA CLAUSE « VALEUR-OR »

Tandis que la clause « monnaie d'or » est destinée à fixer l'instrument monétaire qui servira à acquitter la dette, la clause « valeur-or », sert à préciser le mode de calcul des variations de valeur de l'instrument de paiement. La dette est mise à l'abri des fluctuations monétaires par une référence expresse à l'or considéré comme une simple marchandise.

(1) *Journal Officiel*, 1933. *Doc. Ch.*, N° 2273, p. 1550.

Ce n'est qu'un cas particulier de la clause-marchandises suivant laquelle les paiements se font en monnaie ayant légalement cours, le nombre d'unités monétaires étant fixé par le prix au cours du jour d'une quantité bien déterminée d'une marchandise choisie comme étalon de valeur. L'Allemagne dans la période de débacle monétaire de 1922-1923 connut de nombreuses émissions d'emprunts-marchandises; surtout des emprunts-seigle dont l'intérêt et l'amortissement étaient calculés en marks papier d'après les cours cotés à la bourse des marchandises de Berlin; furent aussi employés la potasse, le bois, le charbon.

Le montant des prestations peut être déterminé, soit par la valeur au jour du paiement d'un poids d'or fixé dans le contrat, soit plus souvent par référence à une monnaie étrangère-or; encore faut-il bien spécifier la définition pour n'être pas atteint par une dévalorisation brusquée de cette monnaie. Des contrats évaluent le montant d'une dette par le poids d'or représenté par « la somme de ... livres sterling en pièces d'or du Royaume Uni du standard de poids et de finesse existant le 1^{er} septembre 1928 ».

Lorsque le cours forcé est établi, la clause « monnaie or » ne peut plus être respectée; il est alors raisonnable de penser qu'elle doit se ramener à la clause « valeur-or ». La Cour permanente de Justice Internationale s'est prononcée pour cette interprétation, le 12 juillet 1928 dans l'affaire des emprunts serbes. La convention d'emprunt précisait que le paiement des coupons échus et des obligations remboursables aurait lieu au choix des porteurs à Berlin, Belgrade, Vienne et Paris; en particulier sur cette dernière place à raison de 10 francs en or pour chaque coupon et de 500 francs or pour chaque obligation de 500 francs nominal. Après l'établissement du cours forcé, il

n'existait plus de franc-or. Le gouvernement serbe soutenait que l'expression franc-or visait une monnaie et non pas l'or marchandise; il n'y aurait donc qu'une promesse de payer en monnaie française. Mais la Cour estima que l'intention des parties avait été de se protéger contre les fluctuations du dinar serbe; elles ne se sont pas référées purement et simplement au franc français, mais au franc-or. Comme il n'existe pas de pièces d'or de cette valeur, « il est évident, dit-elle qu'en prévoyant des paiements or, les parties visaient non un paiement en pièces d'or, mais un paiement en or en tant qu'étalon de valeur ». La Cour a estimé qu'il fallait chercher la définition du franc-or dans la législation française en vigueur au jour du contrat et a, en conséquence jugé que : « la valeur du franc-or sera déterminée entre les parties, comme équivalant à celle d'un poids d'or correspondant à la vingtième partie d'une pièce d'or pesant 6,45161 grammes au titre de 900/1.000 de fin » ¹.

(1) *Cour Permanente de Justice Internationale*. Emprunts Serbes, arrêt du 12 juillet 1928, cité dans la *Revue S. L. F.*, 1929, pages 495 et suiv.

SECTION II

L'EMPRUNT LIBELLE EN UNE MONNAIE ETRANGERE

L'Etat peut être amené à offrir des titres d'emprunt libellés en une monnaie différente de celle qui a légalement cours dans le pays. Cette éventualité se présente quand les prêteurs n'ont conservé qu'une confiance extrêmement réduite dans les destinées de la monnaie nationale, ou lorsqu'il s'agit de faire appel aux capitaux d'un marché étranger. Une telle modalité est fort appréciée quand le choix de l'Etat se porte sur une monnaie saine; le dollar américain, dont la convertibilité n'avait pas été suspendue pendant les hostilités constitua dans les années d'après guerre la monnaie sûre par excellence. La dépréciation monétaire rapide et générale qui suivit la guerre dans les différents pays de l'Europe Centrale rendit impossible toute émission libellée en monnaie ordinaire. L'Allemagne après l'effondrement complet du mark dut avoir recours à des emprunts libellés en dollars, ainsi que l'Autriche et les autres Etats Danubiens. Puis le franc français stabilisé en 1928 devint pour quelques années, la monnaie internationale et servit à mesurer les obligations réciproques dans de nombreux pays.

La créance est évaluée en une seule unité monétaire, sinon il y aurait option de change, mais le paiement peut en être prévu en diverses monnaies, au cours du change, au

moyen d'une option de place. La référence à l'unité monétaire étrangère, sans autre indication, ne protège pas le créancier contre un changement de définition de la monnaie choisie; le montant des prestations est atteint par une dévalorisation ou par l'établissement du cours forcé. Il ne pourrait en être autrement que s'il s'agissait d'une véritable clause valeur-or.

L'émission d'emprunts libellés en monnaie étrangère n'a été employée par l'Etat Français que lorsque l'appel aux capitaux étrangers a été indispensable; elle a permis aussi d'attirer les capitaux français peu confiants dans la solidité du franc. Dès le début de la guerre, la loi du 5 août 1914 avait suspendu la convertibilité des billets de la Banque de France en monnaie métallique. Les difficultés financières dues à l'énormité des charges auxquelles il fallait faire face obligèrent les gouvernants à émettre sur les principaux marchés financiers mondiaux alliés ou neutres des emprunts libellés en monnaie correspondante. Il ne sera question ici que des opérations ne comportant pas de garanties supplémentaires et libellées en une seule monnaie.

Au cours des premiers mois des hostilités, le Ministre des Finances avec l'agrément des gouvernements anglais et américain, procéda à des émissions de bons du Trésor français à Londres et à New-York. En Angleterre, la maison Rotschild, servit d'intermédiaire pour le placement de bons 5 % à un an. Aux Etats-Unis, la banque Morgan et la National City Bank préférèrent leur concours à l'émission de bons à un an rapportant un intérêt annuel de 5,75 %. Le montant des souscriptions n'atteignit que 26 millions de dollars environ sur 50 millions qui étaient prévus.

En 1915, la Grande-Bretagne et la France opérant soli-

dairement sur le marché américain obtinrent un prêt de 500 millions de dollars remboursable en cinq ans.

De très nombreuses opérations de crédit à court terme eurent lieu ensuite, quelques-unes très onéreuses : en 1920, le taux de l'intérêt atteignit 8 %. Il faut signaler un emprunt de 50 millions de yens sur le marché japonais.

A côté des emprunts proprement dits, la France obtint des crédits en devises étrangères dans de très nombreux pays : Etats-Unis, Grande-Bretagne, Espagne, Norvège, Suisse, etc., qui servaient à régler les achats effectués.

Les difficultés auxquelles se heurtèrent les Ministres des Finances français dans la période d'après-guerre, les obligèrent encore d'avoir recours à cette modalité. C'est ainsi que fut émis en novembre 1924, sur le marché américain, un emprunt français à long terme, destiné à rembourser une ouverture de crédit du même montant consentie par les Etats-Unis pour trois mois en mars 1924, puis renouvelée, mais qui comportait une véritable hypothèque sur la réserve d'or française. Le montant de l'emprunt placé par les soins de la maison Morgan était de 100 millions de dollars. Emis à 94 % de sa valeur nominale, il était amortissable en vingt-cinq ans, soit par achats de titres en bourse, soit par remboursement par voie de tirages au sort à 105 % de la valeur nominale du titre. Il a été offert sous forme d'obligation de 100, 500 ou 1.000 dollars sans autre mention et rapportait un intérêt de 7 %. Ce fut une belle réussite : il fut couvert cinq fois en quelques instants dès l'émission. Des titres de cet emprunt figurent dans des portefeuilles de nombreux capitalistes français. Outre l'avantage d'un intérêt très élevé, il leur a procuré une multiplication par huit de leurs souscriptions malgré une dévalorisation de 40 % de la monnaie américaine.

SECTION III

L'OPTION DE CHANGE

Il est difficile de définir d'une façon satisfaisante et précise l'option de change. Peu d'auteurs l'ont essayé; il a paru souvent suffisant d'en indiquer les caractères et les effets.

M. le Procureur Matter a dit : « L'option de change confère aux créanciers, suivant le pays où ceux-ci réclament le paiement, le droit d'exiger la somme portée au contrat en l'une ou l'autre des monnaies de ces pays » ¹.

La jurisprudence de son côté a quelquefois été amenée à préciser plus encore l'effet de cette stipulation. La Chambre civile de la Cour de Cassation à propos de l'affaire du Crédit Foncier Franco-Canadien a déclaré que l'option de change permet aux créanciers suivant le lieu où ils réclament le paiement d'exiger la somme portée aux titres ou aux coupons en l'une ou l'autre des monnaies prévues ².

Deux conditions semblent indispensables pour qu'il y ait option de change : il faut d'abord que le contrat ou le texte qui fixe les obligations prévoit que le paiement pourra être fait en monnaies différentes; il faut ensuite et surtout qu'une équivalence soit conventionnellement fixée entre ces monnaies. Capital et intérêts sont évalués en plusieurs mon-

(1) D. P., 1931, I, 21.

(2) D. H., 1930, 361.

naies, leurs montants en sont exactement déterminés dans chaque système monétaire.

Ce n'est pas tout : le paiement pourra-t-il être obtenu en la monnaie choisie quelle que soit la place sur laquelle il est demandé ? Ou bien le lieu de paiement déterminera-t-il obligatoirement la monnaie de paiement ? Il a été quelquefois proposé de distinguer option de change et option de monnaie ¹. Celle-la ne donnant la possibilité de n'obtenir le paiement en chaque lieu, qu'en unités monétaires de ce lieu; celle-ci permet de demander le paiement en la monnaie choisie que que soit l'endroit.

Peut-être convient-il de ne pas pousser aussi loin les distinctions, ni de subtiliser à l'excès un vocabulaire déjà peu familier au profane.

Ces quelques remarques faites, la définition suivante est proposée : *L'option de change est une clause prévoyant le paiement en différentes monnaies; la convention initiale fixe de façon précise le montant des sommes à payer dans chacune de ces monnaies; le lieu de paiement détermine habituellement mais non pas obligatoirement la monnaie de paiement.*

Des difficultés se présentent parfois pour savoir à qui appartient le droit d'option. Est-ce au créancier ? Est-ce au débiteur ? La convention le dit quelquefois; contrairement à certaines opinions, le débiteur peut se réserver expressément le choix à lui-même. Mais lorsque rien n'est stipulé à ce sujet, il faut conclure que c'est au créancier qu'appartient l'option; il y a une obligation alternative créée dans l'intérêt des créanciers ainsi que le montre l'analyse de l'intention des parties. Si la clause a été insérée, ce fut pour faciliter le placement des titres, pour attirer les prêteurs en

(1) M. LAMOUREUX, J. O., 13 mars 1929 et F. SAGNOL, thèse citée, p. 102.

leur promettant qu'ils n'auront pas à souffrir de la baisse relative d'une des monnaies prévues, de la monnaie nationale en particulier. Inscrite pour parer aux surprises monétaires, son utilité serait anéantie si le débiteur pouvait imposer à son prêteur le paiement dans la monnaie qu'il lui plait, pratiquement dans la monnaie qui aura subi la plus forte dépréciation.

L'Etat français comme la plupart des Etats à finances saines n'a consenti qu'exceptionnellement à attirer les prêteurs par une telle clause. Les seuls emprunts assortis d'une option de change ont été des emprunts faits à l'étranger pendant ou après guerre.

Au début des hostilités furent placés aux Etats-Unis pour 50 millions de dollars de bons du Trésor à 5 % émis à 88 1/2 % de leur valeur nominale. Capital et intérêts étaient payables au gré du porteur, soit en dollars à New-York, soit en francs à Paris au pair de 5,18 1/8 francs pour un dollar.

Un peu plus tard, le Gouvernement français réussit à conclure de nombreux emprunts sur le marché américain par l'intermédiaire des grandes villes françaises : Paris, Lyon, Marseille et Bordeaux. C'étaient en réalité des emprunts d'Etat, car une convention avait été passée entre les villes et le Ministre des Finances, par laquelle il se substituait à elles et prenait pour lui le bénéfice et les charges de l'opération; d'autre part, les villes avaient obtenu du Gouvernement français l'engagement de fournir éventuellement l'or nécessaire au paiement des intérêts et du capital de l'emprunt. Les fonds produits devaient servir à payer les dépenses de charité et certaines dépenses municipales; en fait ils furent utilisés à des fins militaires. L'emprunt de la ville de Paris fut émis par les soins de la maison Kuhn Lœb.

Il consistait en 50 millions de dollars d'obligations quinquennales 6 %. Principal et intérêts étaient payables en dollars à New-York ou en francs à Paris au taux fixe de 5,50 francs par dollar. Il fut souscrit plusieurs fois, ce qui obligea à réduire les souscriptions à 30 % de leur montant.

Les emprunts des villes de Lyon, Marseille et Bordeaux émis deux mois après, en novembre 1916, ne diffèrent que par le taux du change du dollar fixé à 5,60 francs. Ils ne furent pas entièrement souscrits.

Aucun emprunt intérieur français n'a comporté d'option de change, il était dans la pensée des gouvernants d'assortir de cet avantage l'emprunt émis au début de l'année 1937; ce qui explique les termes de l'allocution prononcée par le Président du Conseil pour inviter les Français à souscrire : « L'emprunt dont le lancement se prépare jouira à la fois d'une garantie et d'une option de change. Il sera émis en francs, livres et dollars... Le coupon est donc protégé contre toutes les variations possibles des trois monnaies par rapport les unes aux autres, et il pourra toujours être touché sur la place où le paiement sera le plus avantageux... ». Des difficultés soulevées par les gouvernements anglais et américain empêchèrent au dernier moment de réaliser ce projet. Seule demeura la garantie de change à laquelle fut ajoutée une option de place. La différence de qualité des garanties n'est pas appréciable lorsque la liberté absolue du marché des changes permet à tout moment à chacun de se procurer à volonté des devises étrangères. La supériorité de l'option de change apparaît lorsque des restrictions sont apportées au trafic des devises, lorsqu'est établi un contrôle des changes.

L'option de change ne commence à procurer son avantage particulier au prêteur, que lorsque la dépréciation de l'unité monétaire nationale rend avantageux pour lui le paiement en monnaie étrangère. Les variations du change rendent alors de plus en plus lourd pour l'Etat le service de la Dette. Il est arrivé que des Etats aient dans ces conditions essayé de se soustraire à cette augmentation des charges. Le gouvernement italien avait en 1863 accordé une option de change entre la lire, le franc français et la livre sterling. Après la baisse de la valeur de la lire le gouvernement obligea ses nationaux à recevoir, contrairement aux termes du contrat, du papier-monnaie italien déprécié au lieu de monnaies étrangères; ce fut la formalité de l'affidavit par laquelle les coupons ne sont payés sur les places étrangères qu'aux porteurs justifiant d'une nationalité non italienne.

Dans des circonstances semblables, le gouvernement espagnol avait fait procéder à l'estampillage des titres appartenant à des porteurs étrangers; seuls ces titres estampillés donnaient droit au paiement en monnaies étrangères. Les titres non estampillés étaient présumés appartenir à des sujets espagnols. Le service en était fait en pesetas papier; ils étaient, de plus, soumis à l'impôt.

SECTION IV

LA GARANTIE DE CHANGE

La garantie de change, tout en protégeant le prêteur contre une baisse de la monnaie nationale sur le marché des changes, conserve cette monnaie nationale comme monnaie de paiement; si elle se déprécie par rapport à une autre monnaie étrangère, choisie comme monnaie de base, le prêteur recevra pour le service de l'emprunt, la contre-valeur en francs d'une certaine somme fixée en unités de la monnaie de base. L'Etat, en offrant cette garantie s'engage en cas de dépréciation du franc, à faire subir à l'intérêt conventionnel et au capital nominal prêté, une majoration compensant exactement la dépréciation. A l'émission, doit être fixé d'une manière précise, pour servir de base au calcul, le rapport choisi entre la monnaie nationale et la monnaie par rapport à laquelle la garantie est accordée.

Un emprunt assorti d'une garantie de change par rapport à une monnaie étrangère comporte donc comme tout emprunt la promesse de servir l'intérêt convenu et de rembourser la somme fixée; il comporte ensuite l'engagement de majorer l'intérêt et le capital de telle façon que le créancier puisse se procurer un nombre d'unités monétaires de base constant. Si par exemple, la monnaie nationale perd la moitié de sa valeur, l'intérêt servi et le capital remboursé sera doublé.

La garantie de change peut être accordée à la fois par rapport à plusieurs monnaies étrangères; il est évident que le prêteur y gagne une sécurité plus grande contre les risques de dépréciation.

Cette garantie accordée quand la situation économique et financière laisse craindre une défaillance de la monnaie, permet aux capitalistes de faire un placement sûr, d'autant plus sûr que la devise étrangère servant de base à la garantie est plus solide. Leur revenu et leur capital augmentent proportionnellement à la dépréciation; leur pouvoir d'achat ne baisse pas, il augmente même; l'expérience montre en effet que le coût de la vie ne s'élève ni aussi haut, ni aussi rapidement que le cours du change. Profitant, avec commodité, de tous les avantages d'un placement effectué à l'étranger, en devises étrangères, ils n'en supportent pas les aléas; si, contre toute attente, la monnaie nationale s'apprécie, ils conservent intacts leurs capitaux et leurs revenus.

En contre-partie de cette grande sécurité, les souscripteurs doivent se contenter d'un taux d'intérêt sensiblement moins élevé que celui qui est pratiqué sur le marché; ils acquittent ainsi une légère prime d'assurance.

L'Etat en accordant un tel avantage peut réussir une opération de crédit à des conditions qui peuvent être excellentes pour lui, et lui permettront d'amorcer une politique financière nouvelle, point de départ d'une restauration du crédit public, s'il considère que la garantie qu'il accorde n'est que le moyen de décider les particuliers à lui confier leurs disponibilités. Ce sera, par contre, une lourde charge pour le budget en cas de hausse des devises étrangères : tandis que les sommes nécessaires au service de l'emprunt augmenteront d'une façon automa-

tique, les recettes ne suivront pas ce mouvement, il faudra augmenter le tarif des impôts existants, faire voter des impôts nouveaux, à moins que l'énormité des charges ne conduise à l'impossibilité d'y faire face.

La garantie de change n'a été accordée par l'Etat Français que lorsque la situation financière rendait impossible ou trop onéreuse l'émission d'un emprunt ordinaire. Il en fut ainsi en 1925 et 1937.

§ 1. — *L'EMPRUNT 4 % 1925*

La garantie de change a figuré pour la première fois dans un emprunt d'Etat en 1925. La situation financière était alarmante. Dès 1924 une crise aiguë avait surgi; provoquée surtout par l'énormité de la Dette flottante. Les demandes de remboursement des bons de la Défense Nationale surpassaient les souscriptions nouvelles; le franc subissait une dépréciation continue et rapide, ce qui écartait les capitalistes des placements en valeurs à revenu fixe, des fonds publics en particulier. La seule mesure efficace pour rétablir la situation était l'émission d'un emprunt de consolidation en rentes perpétuelles ou amortissables en un très grand nombre d'années. Le Ministre des Finances, M. Caillaux obtint du Parlement l'autorisation d'émettre un emprunt en rentes perpétuelles 4 % en vue de consolider la Dette flottante, réservé aux seuls porteurs de bons de la Défense Nationale. Pour décider le public à souscrire dans un moment où le crédit de l'Etat était fortement ébranlé, la loi du 27 juin 1925 permit d'accorder aux titres du nouvel emprunt, d'une part l'immunité de l'impôt sur le revenu global et d'autre part une garantie contre la

dépréciation de la monnaie, destinée à rassurer les souscripteurs sur la sécurité de leur placement.

Les conditions de l'émission de l'emprunt dit de Libération Nationale furent précisées par le décret du 4 juillet 1925. L'article 4 prévoit que les arrérages bénéficieront d'une garantie de change sur la base d'une valeur du franc correspondant à un quatre-vingt-quinzième de la livre sterling. Si la valeur de la livre reste égale ou inférieure à 95 francs, le porteur ne percevra qu'un intérêt de 4 francs, mais si la moyenne des premiers cours cotés à la Bourse de Paris pendant le semestre précédant la date de détachement du coupon est supérieure à 95 francs, l'intérêt semestriel sera égal aux deux quatre-vingt-quinzièmes de cette moyenne. Enfin l'article 2 du même décret garantit la stabilité du capital en décidant que « les nouvelles rentes ne pourront être remboursées que sur la base de cinquante fois le montant du dernier coupon semestriel ». Il faut remarquer que la garantie du capital ne produit son effet qu'avec un certain retard, pouvant aller jusqu'à un semestre : si quelques jours après la mise en paiement d'un coupon semestriel, le franc subit une dépréciation, l'Etat peut jusqu'à la date du paiement du coupon suivant offrir aux porteurs le remboursement de leurs titres, sans que le jeu de la garantie procure une majoration du capital.

L'offre d'avantages fiscaux et monétaires qui n'avaient jamais encore été accordés jusqu'à cette émission avaient fait espérer au Gouvernement des souscriptions massives permettant de consolider la Dette à court terme par dizaines de milliards. Certains craignaient même de voir transformer en titres du nouvel emprunt la presque totalité des bons de la Défense Nationale : un peu plus 54

milliards de francs. Il n'en fut rien; le succès fut très médiocre; le total des émissions n'atteignit pas 6 milliards de francs. L'insuccès de l'opération s'explique parce que le mécanisme de la garantie, un peu compliqué, ne fut pas apprécié à sa juste valeur par les petits et moyens capitalistes. Il faut d'ailleurs remarquer que le calcul de l'intérêt semestriel est extrêmement ardu, puisqu'il faut prendre la moyenne des cours de la livre sterling pendant un semestre. Le taux d'intérêt avoué était trop bas, trop inférieur au taux qui était alors pratiqué : le loyer de l'argent atteignait 8 % au moins à cette époque, parfois 9 ou 10 %. La dépréciation rapide du franc pendant la durée de l'émission, qui fit passer le cours de la livre de 105 francs à 130 francs, aurait dû cependant inciter les capitaux à chercher refuge dans un placement, dont l'intérêt augmenterait de semestre en semestre, et qui atteignait déjà 5,46 % pour une valeur de la livre correspondant à 130 francs, d'autant plus que les possibilités de redressement n'apparaissaient que très faibles.

L'offre d'une telle garantie par l'Etat, à un moment où la méfiance contre la monnaie devenait générale, fut le signal d'une attaque contre le franc. De nombreux créanciers voulurent stipuler en francs garantis à un quatre-vingt-quinzième de livre. Des hommes d'affaires élaborèrent des formules de baux dans lesquelles les termes de loyers étaient payables par un certain nombre de coupons de l'emprunt 4 % 1925 ou par le nombre de francs qui lui correspondait. Ces clauses permettaient de tourner la règle jurisprudentielle suivant laquelle il ne peut être stipulé en France dans une autre monnaie que le franc, monnaie légale. Elles furent cependant estimées valables par le Gouvernement, qui par la voix du Sous-Secrétaire

d'Etat à la Présidence du Conseil fit la déclaration suivante :

« Il a été officiellement constaté par les conseils juridiques que le Gouvernement a tenu à consulter :

1°) Qu'il peut être valablement stipulé dans un contrat de prêt que les intérêts en seront payés en coupons de rentes 4 % 1925.

2°) Que le capital sera remboursé en titres du même emprunt.

3°) Que les clauses du même genre peuvent être valablement insérées dans tout autre contrat : vente de bail, vente d'immeuble, vente de fonds de commerce ».

Ces paroles semblent engager l'opinion gouvernementale et conduisent à tolérer une certaine dualité de monnaie franc sterling et franc papier. Elles ne doivent cependant avoir que la force d'une opinion doctrinale. Une telle dérogation aux principes n'a été autorisée que dans l'intérêt du crédit public par une loi spéciale. La loi du 27 juin 1925 qui institue pour le service de l'emprunt un franc nouveau défini comme une fraction de la livre anglaise ne constitue qu'une exception; en dehors du cas pour lequel elle a été voté, le droit commun reprend son empire. La jurisprudence antérieure n'a pas été modifiée, qui interdit de stipuler en France en une autre monnaie que le franc légal et de convenir du paiement d'un nombre de francs variable selon la situation des changes..

§ 2. — *L'EMPRUNT 4 1/2 % 1937*

Au début de l'année 1937 surgirent des difficultés financières graves. La confiance avait été ébranlée par une dévaluation monétaire. Le Trésor dut recourir à l'em-

prunt, mais les gouvernants ne croyaient pas à la réussite d'une opération de crédit faite dans les conditions ordinaires. Ils décidèrent de faire appel au patriotisme des français en assurant que les souscriptions seraient employées à financer les dépenses de la Défense Nationale, en réalité il s'agissait de combler l'insuffisance budgétaire. L'argument patriotique dans ces conditions n'aurait pas suffi à assurer le succès; il fallut se décider à accorder des avantages exceptionnels.

L'instabilité monétaire poussait les capitalistes à fuir la monnaie nationale, pour effectuer des placements à l'étranger. Il fallait offrir des garanties équivalentes et même supérieures à celles que constituaient des placements en livres anglaises ou en dollars américains. Il fut décidé de protéger capital et intérêts contre les variations possibles des trois monnaies les unes par rapport aux autres : « Le détenteur des capitaux exportés ne peut donc se fournir à lui-même aucun prétexte d'intérêt personnel pour ne pas souscrire à cet emprunt. Il se trouve garanti contre tous les risques présents ou futurs auxquels il cherchait précisément à se soustraire » ¹.

Les modalités de cet emprunt sont sensiblement plus avantageuses que celles qui caractérisent le 4 % 1925. L'intention première du Gouvernement avait été d'offrir aux souscripteurs une véritable option de change : le prêteur aurait eu la faculté de demander que le service de l'emprunt lui fut fait soit en francs français, soit en livres anglaises, soit en dollars des Etats-Unis d'Amérique. Des difficultés techniques empêchèrent la réalisation du projet initial. A l'option de change fut substituée une garantie de change assortie d'une option de place; l'ensemble

(1) Discours radioffusé du Président du Conseil M. Léon BLUM.

donne une garantie très efficace, une sécurité très sensiblement égale à l'option de change.

La garantie s'applique au montant des arrérages et au remboursement du capital, qui est déterminé par tirages au sort s'échelonnant sur une période de soixante ans. Elle consiste dans la promesse faite aux souscripteurs que quelles que soient ultérieurement les variations du franc par rapport soit à la livre soit au dollar, ils recevraient comme intérêts et comme capital un nombre de francs correspondant à la plus élevée des trois sommes fixées respectivement en francs, livres, dollars. Plus précisément tout possesseur d'un titre de 500 francs percevra un intérêt semestriel égal au plus élevé des trois montants :

1°) 11,25 francs.

2°) contrevaieur en francs de 2 shellings 1 penny.

3°) contrevaieur en francs de 0,51 dollar.

De même comme remboursement du capital il recevra le plus fort des trois montants :

1°) 500 francs.

2°) contrevaieur en francs de 4 livres 13 shellings 6 pence.

3°) contrevaieur en francs de 22,83 dollars.

La valeur des monnaies étrangères qui sert à calculer le montant de ces diverses sommes est égale à la moyenne des derniers cours du change officiellement cotés à Paris aux trois bourses précédant l'avant-veille de la date de détachement du coupon. Un arrêté du Ministre des Finances porte à la connaissance du public chaque semestre le montant de l'intérêt afférent à l'échéance correspondante.

En outre, les montants de l'intérêt et du principal ainsi fixés sont ceux qui sont versés en échange des cou-

pons et des titres remboursables, quelles que soient leurs échéances; en d'autres termes, les possesseurs de coupons échus et de coupures sorties à un tirage antérieur peuvent s'abstenir d'en demander le paiement immédiat, les conserver s'ils ont des raisons de croire en une hausse prochaine des cours de la livre et du dollar et profiter de la majoration des intérêts et du capital qui en résultera, comme s'ils détenaient effectivement des devises anglaises et américaines.

L'équivalence fixée initialement entre les valeurs du franc de la livre et du dollar est donnée par les deux égalités :

$$1000 \text{ francs} = 9 \text{ livres } 7 \text{ shellings,}$$

$$1000 \text{ francs} = 45,66 \text{ dollars,}$$

qui traduisent respectivement les cours de 106,95 francs pour la livre et de 21,90 francs pour le dollar. Dès que le cours de la livre dépasse 106,95 francs, l'intérêt augmente sa majoration permet toujours au porteur d'acquérir le nombre de livres, shellings et pence inscrit sur le titre. Il en sera de même si la valeur relative du dollar par rapport au franc augmente. Par contre, le porteur ne sera pas atteint par une hausse du franc : il est assuré de percevoir un intérêt annuel au moins égal à 4,5 % et de recevoir en remboursement au moins 100 francs.

La garantie monétaire est très complète; elle est plus efficace que celle de l'emprunt 4 % 1925 puisqu'elle s'appuie non seulement sur la livre, mais aussi sur le dollar : l'hypothèse d'un relèvement du dollar par rapport à la livre n'est pas impossible; à partir du mois de mai 1938, une hausse légère mais continue de la monnaie américaine a porté son cours de 35,75 francs à 37 francs environ au milieu du mois de septembre et à 38,90 francs

le 28 septembre; pendant la même période la livre n'a presque pas varié.

Les conditions offertes par l'Etat font de cet emprunt un placement très avantageux et très sûr, plus avantageux et plus sûr qu'un placement à l'étranger. Un capitaliste qui convertit des capitaux en monnaies étrangères ne peut les convertir qu'en une monnaie déterminée, livre ou dollar par exemple; s'il est garanti contre une baisse de la monnaie française, il ne l'est pas contre celle de la monnaie qu'il a choisie. Enfin il est difficile de trouver des placements aussi sûrs que les fonds d'Etat français et rapportant un intérêt de 4,5 % : les fonds publics britanniques ne rapportent guère que 3 %.

L'emprunt dont le montant était limité à huit milliards de francs fut aisément et rapidement couvert, il bénéficiait, en outre, d'une émission au-dessous du pair : le prix de 4,50 francs de rente était 98 francs. Tous ces avantages font que cette rente constitue sans doute la valeur la plus sûre parmi les fonds d'Etat français; malgré cela, et à la surprise des milieux financiers, les premiers cours de bourse se fixèrent au-dessous du cours d'émission. Cependant, les glissements successifs du franc qui ont porté le cours de la livre aux environs de 178 au début de mai 1938, ont eu pour conséquence de majorer notablement l'intérêt : il a atteint 7,5 % pour le coupon payable le 1^{er} septembre 1938; à ce cours de la livre les coupures remboursables le seraient à 166 % de leur valeur nominale. Ces perspectives ont contribué à augmenter la faveur du public : les cours se sont vivement redressés, ils ont largement dépassé 130 francs pendant tout le mois d'août 1938.

§ 3. — *GARANTIE DE CHANGE ET CLAUSE-OR*

La garantie de change a pour but de soustraire les souscripteurs aux risques de dépréciation de la monnaie nationale par rapport à une ou plusieurs monnaies étrangères déterminées. La stabilité relative réalisée de cette façon ne peut pas être plus forte que celles de ces monnaies.

En 1925, lors de l'émission du premier emprunt français bénéficiant de cette clause, la livre sterling anglaise était par excellence la monnaie internationale, sa stabilité paraissait assurée définitivement. Le Parlement britannique avait récemment rétabli la convertibilité en or des bank-notes, par la loi du 13 mai 1925 : la livre avait à nouveau recouvré la valeur correspondant à sa parité légale par rapport à l'or. Dans ces conditions la clause de garantie de change a été quelquefois considérée comme équivalente à une clause-or ; il peut arriver qu'elle le soit, mais ce n'est que l'effet d'une coïncidence qui peut cesser à tout instant. La question a été portée devant le Conseil d'Etat par un porteur de rente 4 % 1925 et a fait l'objet d'un arrêt daté du 8 novembre 1935.

Le franc avait été stabilisé le 25 juin 1928 à une parité de 124,21 francs pour une livre sterling ; l'intérêt servi aux porteurs de rentes 4 % 1925 fut dès lors de 5,23 francs. En septembre 1931, la livre cessa d'être convertible et perdit alors une grande partie de sa valeur : elle ne valut plus qu'un peu moins de 80 francs. Quelques auteurs pensèrent que dans ces nouvelles conditions la clause de garantie n'était plus applicable. Ce ne fut pas l'avis du Gouvernement qui en affirma le maintien

et l'interpréta comme obligeant l'Etat français à verser comme intérêt semestriel la somme de 2 francs par titre de 4 francs de rente.

Un porteur attaqua par la voie du recours pour excès de pouvoir devant le Conseil d'Etat, l'arrêté ministériel qui fixait à 2 francs le montant de l'intérêt semestriel. Le décret de 1925, disait-il, en fixant la garantie avait visé la livre-or, la dépréciation de septembre 1931 étant une dépréciation de fait, ne pouvait pas avoir pour effet d'aggraver la situation des porteurs de rente 1925.

Le Conseil d'Etat avait donc à dégager la portée de la clause de garantie de change prévue par la loi du 27 juin 1925. Il décida que : « Il résulte des termes de la loi du 27 juin 1925 et du but poursuivi, que le législateur n'a pas entendu rattacher sous une forme déguisée le montant des arrérages à une valeur or, mais qu'il a laissé au Gouvernement toute liberté de prendre pour repère l'une des monnaies dans lesquelles sont libellées les valeurs internationales cotées en bourse et spécialement la livre ». En 1925, la loi du 5 août 1914 instituant le cours forcé demeurait en vigueur en France et était appliquée très fermement par les tribunaux. Le Gouvernement n'a certainement pas voulu écarter le cours forcé en accordant une véritable clause-or. D'autre part, s'il avait eu l'intention d'offrir un emprunt-or, il l'aurait dit de façon plus explicite. La garantie stipulée ne semble vouloir dire qu'une chose : les sommes versées pour la source de l'emprunt doivent permettre l'acquisition d'un nombre constant de devises anglaises.

Le Maître des requêtes Reinach, chargé du rapport devant le Conseil d'Etat estimait que la garantie « supposait que le franc avait une valeur variable, la livre

une valeur fixe. La garantie de change aurait donc pu cesser de jouer dès que la première condition a cessé d'être remplie, c'est-à-dire dès la stabilisation du franc (loi du 25 juin 1928). A partir de ce moment en effet le coupon permet d'acheter un nombre fixe de livres : la garantie est assurée sans le jeu des majorations ».

Ce raisonnement est très juridique; il semble que la clause puisse être interprétée d'une façon plus libérale; le fait que le franc ait une valeur variable n'est peut-être pas le seul qui ait motivé la garantie; c'est surtout le fait que sa valeur, variable ou non soit inférieure à un quatre-vingt quinzième de la livre. C'est sans doute le sens que lui donnèrent la plupart des souscripteurs; il convenait de ne pas les decevoir. Enfin, la stabilisation légale du franc en 1928 n'a fait que consacrer une stabilisation de fait antérieure et il aurait été au moins inélégant que la reconnaissance juridique d'un état de fait réduisît l'intérêt de 5,23 % à 4 %.

SECTION V

L'OPTION DE PLACE

L'option de place est la clause qui permet au créancier d'obtenir, ou plus rarement au débiteur d'offrir, le paiement des sommes dues, dans divers lieux prévus au contrat, en la monnaie du lieu choisi; le montant de la prestation est déterminé par la contre-valeur au cours du change d'une somme fixée ne variant dans une ou plusieurs monnaies de base.

Il faut bien remarquer que l'option de place ne confère qu'un avantage de commodité pour le créancier; il pourra obtenir le paiement des coupons et des titres remboursables sur les différentes places prévues, mais ne tirera aucun profit des variations de valeur respectives des monnaies de paiement. La dette est, et reste, évaluée dans la monnaie de base et en subit toutes les fluctuations. L'objet de cette disposition n'est pas de changer le montant des sommes dues, mais d'en faciliter la perception pour les intéressés. C'est bien ce dont s'aperçurent les porteurs anglais de certains fonds d'Etat français. Le Gouvernement français avait procédé sur le marché anglais à l'émission de tranches de chacun des quatre grands emprunts de guerre, libellés en francs sans autre mention. Le total des souscriptions avait atteint environ 1.641 millions de francs. Grâce à un accord avec les banques anglaises le service en était fait en livres sterling

à Londres au cours du change. La dépréciation du franc eut pour conséquence de réduire la créance des porteurs anglais à une fraction, qui s'établit à un cinquième de sa valeur initiale après 1928. Les prêteurs britanniques devant cette situation demandèrent au Gouvernement royal d'intervenir auprès du Gouvernement français afin d'obtenir un traitement plus équitable; le Gouvernement français opposa une fin de non recevoir et déclina la proposition anglaise de recourir à l'arbitrage.

Il est facile de distinguer option de change et option de place, quoique plus d'une personne non avertie les confonde souvent. Si le contrat prévoit que le porteur recevra à Paris n francs, à Londres p livres sterling et à New-York q dollars, aucun doute n'est possible, il y a option de change; de même si un rapport fixe est prévu entre les diverses monnaies. Mais s'il est dit que la somme de n francs sera payable à Londres et à New-York au cours du change à vue sur Paris ou même simplement sera payable en livres sterling à Londres et en dollars à New-York, il n'y aura qu'une option de place : le franc est la monnaie de base, la livre et le dollar ne sont que des monnaies de paiement.

En période normale, le seul avantage de l'option de place semble être d'épargner au bénéficiaire les soucis d'une opération de change manuel de monnaies. L'avantage deviendrait plus grand sous un régime de contrôle des changes.

L'emprunt français 4 $\frac{1}{2}$ % 1937 bénéficie d'une option de place; les coupons semestriels et les titres remboursables sont payables en France pour un montant en francs français déterminé de façon précise et en Suisse par l'intermédiaire de la Banque des Règlements Internationaux

en francs suisses à la contre-valeur au cours du change, à vue au jour du paiement, d'une somme évaluée en francs, livres ou dollars. Il y a trois monnaies de base qui servent à évaluer la dette et deux instruments de libération : le franc français et le franc suisse.

SECTION VI

L'EMPRUNT

A POUVOIR D'ACHAT CONSTANT

Toutes les clauses destinées à parer à l'instabilité monétaire sont bien imparfaites, soit qu'elles ne soient pas reconnues par les législations internes des Etats, soit qu'elles ne donnent pas de garantie absolue. Ce que désire avant tout le prêteur, ce à quoi seulement il peut prétendre, est de recevoir en intérêts et capital des sommes représentant un pouvoir d'achat constant pendant toute la durée du prêt. La clause valeur-or qui est généralement considérée comme le moyen le plus efficace de protection contre l'instabilité monétaire, n'est pas à l'abri de toute critique. L'opinion commune est que la monnaie rattachée à l'or est toujours semblable à elle-même et reste aussi stable que les autres instruments de mesure : mètre, kilogramme ou litre. L'expérience montre que ce n'est pas complètement exact; son pouvoir d'achat varie; c'est un fait indéniable qui pose d'importants problèmes économiques.

Des esprits précis ont cherché le moyen d'obtenir une stabilité plus grande que celle qui peut être assurée par la référence à un étalon unique constitué par une marchandise dont la production et la répartition sont susceptibles de variations non négligeables. Dès la fin du dix-neuvième siècle, Leroy-Beaulieu avait proposé l'éta-

blissement d'un indice qui, déterminé à l'aide du prix de diverses marchandises usuelles, aurait servi à fixer le montant des prestations : « La monnaie serait l'instrument de paiement, mais en réalité, ce serait un groupe de marchandises préalablement fixées, qui déterminerait la somme due. Ainsi on maintiendrait, autant que possible, la valeur entre le moment de passation du contrat et celui de son exécution, quelle que fût la distance qui séparât ces deux moments » ¹.

Au début du vingtième siècle, le professeur Irving Fisher, qui s'est employé à montrer tous les maux de l'instabilité monétaire a proposé de mesurer le montant des obligations au moyen d'unités de pouvoir d'achat; la monnaie locale ne serait plus qu'un instrument d'échange; l'étalon qui servirait aux paiements à terme serait l'index-number des prix généraux. Les contrats seraient établis sur la base d'un pouvoir d'achat déterminé. Pour faciliter la conclusion de ces opérations le gouvernement aurait à instituer un système officiel d'index-number. La monnaie d'or ou d'argent changerait de valeur, mais les contrats basés sur les index-numbers ne seraient nullement affectés par ces variations.

Les graves perturbations économiques et financières qui ont suivi la guerre ont incité les contractants à employer des clauses d'échelle mobile. Des conventions sont apparues qui prévoyaient une variation des prix stipulés en fonction du coût de la vie; il en a été ainsi pour quelques baux urbains : les parties convenaient de faire varier le prix du loyer dans les mêmes proportions que l'indice général publié au Bulletin du Ministère du Tra-

(1) LEROY-BEAULIEU, *Traité théorique et pratique d'économie politique*, p. 347.

vail. Dans les mêmes conditions des marchés de fournitures ont été conclus pendant et après guerre dans lesquels les prix convenus variaient suivant un indice officiellement constaté. Il faut citer aussi le mode de fixation du prix du courant électrique vendu par les entreprises de distribution d'électricité : le gouvernement a préconisé en 1921 l'adoption d'un tarif variable : les prix étaient révisés trimestriellement par une commission officielle fonctionnant sous l'autorité du Ministre des Travaux Publics. L'index tenait compte des variations du prix moyen de la houille et du prix de la main-d'œuvre dans l'industrie électrique. Le prix du courant était fixé en conséquence¹.

Déterminer à chaque échéance les sommes dues par référence aux variations du pouvoir d'achat de la monnaie, semble être le moyen le plus parfait pour sauvegarder les intérêts des débiteurs et des créanciers. Mais est-il réalisable pratiquement ?

Il faut d'abord se mettre d'accord sur le choix des marchandises qui entrent en ligne de compte pour la détermination de l'indice; résoudre ensuite les multiples problèmes que posent sa confection. Les différents indices publiés tant par les pouvoirs publics que par les sociétés privées présentent entre eux des différences, peut-être légères, mais qui n'en attestent pas moins la relativité de leur valeur intrinsèque. La fixation des sommes à verser serait obtenue par la multiplication du prix convenu le jour de la conclusion du contrat, par un coefficient de dévalorisation. Ce coefficient étant égal au rapport entre l'indice des prix au moment du paiement et celui du moment du contrat. Le calcul se rapproche

(1) Décret du 21 juin 1921.

tout à fait de celui auquel il faut procéder quand il existe une garantie de change; le cours de la devise étrangère est remplacé par le cours du coût de la vie pour lequel est adopté le plus souvent l'indice des prix de détail.

L'Etat répugnerait sans doute à accorder une telle garantie, les gouvernants ont préféré parfois s'attaquer au problème beaucoup plus vaste de la stabilisation du pouvoir d'achat de la monnaie; dans ce but, le Président Roosevelt a procédé à la dévalorisation du dollar en 1933. Ayant constaté que le pouvoir d'achat du dollar avait beaucoup augmenté depuis 1926, qui à tous égards pouvait être considéré comme l'année normale, il voulait par ce moyen augmenter les prix, puis les maintenir constants en agissant sur le poids d'or du dollar. A-t-il réussi ? peut-il réussir ? Il est bien difficile de le dire : bien peu d'économistes européens le croient.

CHAPITRE IV.

GARANTIES ACCORDÉES AUX PRÊTEURS

Le crédit public résulte en grande partie de la confiance que les citoyens ont dans leur pays, dans la valeur de ses institutions, dans la sagesse et la capacité de ses gouvernants et dans l'exécution fidèle de tous ses engagements. Il est rare, exceptionnel même, qu'un Etat, comme l'Etat Français, dont les finances sont généralement saines, offre des garanties pour renforcer son crédit. Il peut arriver pourtant qu'il y soit forcé, soit qu'il s'adresse aux capitalistes de pays étrangers, qui n'ont pas les mêmes raisons de croire en la valeur de ses promesses, soit qu'il fasse appel aux capitaux nationaux dans des périodes tout à fait critiques.

Dans ces circonstances l'Etat doit organiser son crédit, il doit procurer aux prêteurs des moyens efficaces de recouvrer intérêts et principal des dettes contractées. Pour cela il a recours aux sûretés qu'emploient les emprunteurs privés pour garantir l'exécution de leurs obligations. Ces sûretés peuvent être personnelles ou réelles.

SECTION I

SURETES PERSONNELLES

En droit privé les sûretés personnelles consistent dans l'adjonction d'une ou de plusieurs personnes, qui s'engagent avec ou pour le débiteur et répondent ainsi du paiement; c'est ce que réalisent la solidarité et le cautionnement. Le droit public, lui aussi, offre en matière d'emprunts des exemples de telles modalités.

§ 1. — *LA SOLIDARITE*

Il y a solidarité quand un codébiteur s'oblige avec le débiteur, de manière à être tenu de la même façon et au même titre que lui. Les créanciers peuvent demander à chacun l'exécution intégrale du contrat et profitent de la solvabilité personnelle de l'un et l'autre.

La solidarité en matière d'emprunts publics ne se rencontre guère que s'il s'agit d'emprunts émis conjointement par plusieurs Puissances; il est peu probable qu'un Etat consente à faire profiter un autre de son crédit personnel, s'il n'a aucun intérêt dans l'opération.

Il y a très peu d'exemples d'emprunts jouissant de la garantie solidaire de plusieurs pays : il faut citer l'emprunt franco-anglais émis sur le marché américain en octobre 1915.

Dès le début des hostilités les alliés s'aperçurent que

leur crédit commençait à être ébranlé; pour le consolider ils songèrent à proclamer leur solidarité financière. Les Ministres des Finances français, anglais et russe réunis à Paris furent d'accord pour décider qu'il était nécessaire de l'établir; mais l'application en fut difficile. Le Ministre français demanda l'émission d'un emprunt commun gagé sur l'ensemble des ressources des alliés : l'Angleterre refusa et la conférence se termina par une affirmation solennelle et platonique de solidarité financière entre les Alliés.

Vers le milieu de 1915 il apparut que les paiements par les pays de l'Entente des achats effectués aux Etats-Unis devenaient de plus en plus difficiles : l'excès des importations sur les exportations était considérable; jusque là le déficit avait pu être comblé par des emprunts à court terme, par des ventes de titres américains et même par des envois d'or. Mais la situation s'aggravait; le livre et le franc surtout, subissaient une forte dépréciation par rapport au dollar : une opération de crédit de grande envergure était indispensable.

Les gouvernements français et anglais se consultèrent et décidèrent d'émettre conjointement et solidairement un grand emprunt sur le marché financier américain. Une mission française et une mission anglaise se rendirent à New-York pour négocier les conventions relatives à l'opération. La maison Morgan prêta ses bons offices pour la constitution d'un syndicat de banquiers. Le contrat fut signé le 14 octobre 1915 : les deux gouvernements agissant solidairement vendaient au syndicat, à 96 % de leur valeur des obligations quinquennales 5 % pour un montant nominal de 500 millions de dollars. Le succès fut très net : « Le public américain y trouva l'occasion de

montrer ses préférences pour la cause des alliés, et particulièrement ses sentiments pour la France. L'Angleterre et la France apportèrent une contribution égale : l'une était venue avec plus de crédit, l'autre avait provoqué un mouvement de plus ardente amitié. Sans l'Angleterre, le taux de l'emprunt eût été plus élevé; sans la France le montant en eût été moindre, parce qu'il y eût manqué le concours d'un mouvement populaire » ¹.

Le produit de l'emprunt fut partagé par moitié entre les deux pays. Il fut remboursé le 15 octobre 1919 par anticipation à la demande de la Grande-Bretagne, qui, dès la fin des hostilités, avait fait connaître à la France son intention de faire cesser la solidarité financière établie en 1915.

§ 2. — LE CAUTIONNEMENT

Il arrive qu'un Etat ou plusieurs Etats interviennent pour faciliter la conclusion d'un emprunt public. La garantie présente des degrés variables d'efficacité. Ce peut n'être qu'une simple garantie morale sans engagement pécuniaire et c'est ainsi que sont interprétés les contrats parlant de garantie en termes généraux; dans ce cas les prêteurs ne pourront nullement obliger les garants à payer l'emprunt contracté; ils ne peuvent que leur demander d'appuyer diplomatiquement leurs réclamations auprès de l'Etat débiteur pour l'engager à respecter ses promesses.

Si la convention l'indique de façon précise, les Etats garants devront effectuer de leurs propres deniers le service de l'emprunt en cas de défaillance de l'emprunteur;

(1) L. PETIT. *Histoire des finances extérieures de la France pendant la guerre* (1914-1919), p. 352.

ils servent vraiment de caution et ceci permettra de trouver des prêteurs et d'en obtenir des conditions plus favorables. Cette garantie soulève des difficultés politiques; un Etat ne consent pas volontiers à faire supporter à ses nationaux les conséquences d'une défaillance étrangère; très souvent pour l'accorder il exigera que des sûretés réelles sérieuses soient ajoutées, ce qui diminuera la portée de son engagement. D'autre part l'Etat garanti pourra craindre un contrôle politique du garant et estimera parfois que risquer une diminution de son indépendance est payer bien cher une augmentation de crédit.

Les exemples d'emprunts personnellement garantis par des Etats étrangers sont rares. La France n'a jamais demandé à une autre Puissance de prendre cet engagement en sa faveur, mais elle l'a quelquefois pris. Il en fut ainsi pour l'emprunt grec de 1833 pour le service duquel elle dut contribuer en 1835, 1839 et 1843.

Il faut surtout signaler l'emprunt garanti 1923-1943 du gouvernement autrichien; il s'agissait d'un véritable emprunt international destiné à restaurer la situation économique de l'Autriche très compromise par la guerre. Huit Etats européens ont accordé leur garantie dont la France. Chacun n'est engagé que pour un pourcentage bien déterminé. Pour assurer le jeu facile et instantané de la garantie, chaque Etat garant a remis à la Banque Nationale Suisse des bons reconnaissant sa responsabilité. Le paiement en est exigible sans que la Puissance signataire puisse en aucun cas opposer l'état de guerre avec un gouvernement quelconque.

SECTION II

SURETES REELLES

Le système des sûretés réelles qui se réalise par l'affectation d'un bien ou d'un ensemble de biens au service de la dette est très ancien. Au Moyen Age les souverains contractaient personnellement et engageaient volontiers une partie de leur patrimoine, joyaux de la couronne, province, etc.

En France l'exemple le plus célèbre fut la constitution de rentes sur l'Hôtel de Ville de Paris : François 1^{er} par un Edit du 10 octobre 1522 affecta certains impôts au paiement des arrérages d'un emprunt; pour rassurer complètement les prêteurs, la Ville de Paris au moyen de ses agents percevait les impôts royaux affectés et assurait le service de l'emprunt. Des opérations analogues eurent lieu sous les règnes suivants. Les rentes sur l'Hôtel de Ville inspiraient une grande confiance, si bien que le système en fut généralisé et qu'à la fin de l'Ancien Régime un très grand nombre d'impôts avaient été aliénés par la Royauté pour garantir des opérations d'emprunt. « Il y avait des rentes sur les aides et gabelles, sur les tailles, sur les cinq grosses Fermes, sur les domaines et bois, sur la ferme des postes, sur les droits, sur les cuirs, sur les fonds de la caisse d'amortissement, sur les deux sols par livre du dixième¹ ».

(1) GORGES. *La Dette Publique*, page 122 et suiv.

Un des premiers soins de l'Assemblée Constituante fut de supprimer les sûretés réelles et de décider que chaque législature devait voter de la manière qui lui paraissait le plus convenable les sommes destinées à l'acquittement des intérêts de la Dette. Des difficultés financières ne tardèrent pas à surgir, qui firent abandonner le principe et les sûretés réelles firent leur réapparition. Elles se maintinrent, d'une façon atténuée d'ailleurs, jusqu'en 1870. A partir de cette date elles furent complètement abandonnées et définitivement semblait-il. Mais l'Etat français dut y recourir à nouveau pour trouver l'énorme quantité de ressources qui fut nécessaire pour la conduite de la guerre et sa liquidation.

§ 1. — *LE NANTISSEMENT*

La France avait, dès le début des hostilités fait appel aux capitaux américains; elle avait pu obtenir des prêts commerciaux, émettre des bons du Trésor, lancer un emprunt solidairement avec la Grande-Bretagne. Vers le milieu de 1916 il fallut trouver des ressources nouvelles pour faire face aux dépenses de guerre qui s'accroissaient sans cesse; mais les banquiers américains n'étaient pas décidés à faire de nouveaux prêts sans de sérieuses garanties.

La Grande-Bretagne avait déjà montré la voie, en négociant l'émission de 250 millions de dollars de bons à 2 ans 5 %, vendus à 98 % de leur valeur nominale aux banques et à 99 % au public, garantis par un dépôt de titres pour une somme de 300 millions de dollars. Pour la première fois poussé par la nécessité, l'Etat britannique consentait à appuyer sa signature par une garantie matérielle d'une valeur supérieure à la somme prêtée.

La France traita avec un syndicat de banquiers l'émission de 100 millions de dollars de bons 5 % à trois ans. Elle dut remettre en garantie pour 120 millions de dollars d'obligations émises, ou garanties par certains Etats neutres : Suède, Suisse, Brésil, etc. Un organisme était chargé de les recevoir et de les garder. La souscription publique permit de recueillir les 100 millions de dollars en deux jours. A la veille de l'entrée en guerre des Etats-Unis une opération identique fut conclue par l'intermédiaire de la banque Morgan. Les 120 millions de dollars de titres remis en gage n'appartenaient pas à l'Etat français; ils lui avaient été prêtés par des particuliers. Ces deux emprunts furent remboursés à l'échéance en 1919¹.

§ 2. — *L'AFFECTATION DE RECETTES*

Dans la période contemporaine l'octroi d'une sûreté réelle se réalise à peu près uniquement par une affectation spéciale de certaines recettes.

Quelques Etats ont déclaré affecter en garantie d'un emprunt les ressources générales de l'Etat ou l'ensemble des revenus de l'Etat. Ces promesses n'ont certainement qu'une valeur pratique très faible puisque, qu'il le soit dit ou non, c'est toujours avec des sommes prélevées sur l'ensemble de ses ressources que l'Etat doit acquitter ses dettes. Il est tout à fait improbable que si les paiements prévus ne sont pas effectués, l'Etat laisse ses créanciers procéder à une exécution forcée; se prévalant de son droit de souveraineté il se soustraira à toute poursuite. Ces expressions sont trop vagues pour constituer une ga-

(1) Lucien PETIT, *op. cit.*, p. 379 et suiv.

rantie efficace : les ressources générales de l'Etat servent de garantie générale à tous les engagements de l'Etat, mais ne sauraient être appliquées à une catégorie déterminée d'obligations.

Seule une affectation spéciale est possible : tel Etat dont le crédit est faible, promettra à ses prêteurs de consacrer au service de l'emprunt qu'il leur propose, les revenus d'un impôt déterminé ou d'un service industriel ou commercial déterminé, souvent ce sera les revenus produit par l'exploitation d'un monopole. Les exemples en sont fort nombreux : la Grèce a émis de très nombreux emprunts pour lesquels des assignations de recettes ont été prévues : produit des monopoles et impôts sur le sel, le pétrole, les allumettes, les cartes à jouer, le tabac, etc... La Serbie, la Hongrie ont aussi consenti des garanties analogues. Le plan Dawes pour le Règlement des Réparations par l'Allemagne comportait l'émission d'un emprunt extérieur de 800 millions de marks-or avec sûretés réelles sous forme d'affectation de certaines recettes publiques : droits de douane, impôt sur l'alcool, le tabac, la bière et le sucre.

L'assignation était réservée aux pays dont la gestion financière était peu prospère. La France avait abandonné depuis 1870 les quelques mesures qui pouvaient être considérées comme une affectation de recettes¹.

Mais en 1926, en présence d'une situation extrêmement difficile, il fallut recourir à cet ultime moyen.

(1) En particulier la loi du 11 juillet 1866 relative à l'amortissement et réorganisant la Caisse d'Amortissement créée par la loi du 6 frimaire an VIII, lui affectait comme dotation le produit des coupes ordinaires et extraordinaires des forêts de l'Etat et l'impôt du dixième sur le prix des places et sur le transport des marchandises dans les chemins de fer.

1. LA SITUATION FINANCIÈRE EN 1926. — Les dépenses de guerre avaient fait accroître le montant nominal de la Dette de plus de 140 milliards de francs. La paix ne ramena pas l'ordre dans les finances publiques : de nouvelles dépenses non moins grandes furent engagées; il fallait reconstruire les régions dévastées, indemniser, accorder de multiples pensions et allocations. Pour équilibrer le budget le Parlement ne se résolut pas à faire un effort analogue à celui que la Grande-Bretagne avait entrepris et qui donna aussitôt des excédents budgétaires importants. Certes, de nombreuses lois créèrent des ressources nouvelles, mais ce fut insuffisant. Une succession ininterrompue de déficits budgétaires, d'imprudentes propositions fiscales, des luttes politiques violentes, une hausse considérable des devises sur le marché des changes, un exode des capitaux français entraînèrent un extrême affaiblissement du crédit de l'Etat.

Le recours à l'emprunt était pourtant indispensable, mais toute opération de crédit à long terme semblait vouée à l'insuccès; il fallut avoir recours aux émissions à très court terme et aux avances de la Banque de France.

L'accroissement démesuré de la Dette flottante provoqua en 1925 et 1926 une crise financière sans précédent. Les porteurs de bons de la Défense Nationale mettaient en doute la solvabilité de l'Etat et demandaient le remboursement de leurs fonds. Les souscriptions nouvelles se ralentissaient. Dans les premiers mois de 1926 il apparut que si d'importantes mesures n'étaient pas décidées, l'Etat ne pourrait plus faire face à ses engagements. Le péril imminent amena une réaction et le gouvernement poussé par l'opinion publique décida de demander à un

groupe de personnalités compétentes d'indiquer les moyens de restaurer les finances publiques : le décret du 31 mai 1926 créa le Comité des Experts.

2. LE PLAN DES EXPERTS ET LA CRÉATION DE LA CAISSE D'AMORTISSEMENT. — Le rapport des Experts déposé le 3 juillet suivant, contenait un certain nombre de recommandations; plus particulièrement il s'occupait de la Dette flottante. Après avoir montré les causes du non renouvellement des bons de la Défense Nationale, il proposait un remède : la séparation des bons de la Trésorerie et leur gestion jusqu'à extinction complète par une caisse spécialement créée à cet effet. Pour rassurer les porteurs de bons sur la solvabilité de la Caisse, il fallait lui assurer un certain nombre de ressources fixes constituées par le produit intégral de quelques taxes et impôts convenablement choisis. Il recommandait l'institution d'un office national des tabacs dont toutes les recettes seraient versées à la Caisse de gestion des bons de la Défense Nationale. Le produit en était sensiblement égal à la charge des intérêts et devait, en cas de baisse du franc se maintenir à une valeur-or constante si l'administration procédait à un relèvement des tarifs proportionnels à la dévaluation monétaire.

La loi du 7 août créa la nouvelle Caisse d'Amortissement à laquelle l'Assemblée Nationale conféra le 10 août le caractère constitutionnel. Son rôle principal était de consolider et d'amortir la Dette flottante constituée par les bons de la Défense Nationale; elle devait aussi poursuivre l'amortissement de la Dette publique. Pour rendre confiance aux porteurs de bons une affectation de re-

cettes était prévue garantissant à la fois le service et l'amortissement.

Le caractère du bon de la Défense Nationale a complètement changé depuis cette date; avant, sa seule garantie était l'encaisse du Trésor, mais par la force même des choses, il n'est émis que lorsque l'encaisse est nulle ou trop faible pour faire face aux besoins normaux que réclame l'exécution normale du budget; il n'est donc garanti que par les ressources futures, que par les rentrées fiscales escomptées. Depuis 1926, grâce à l'affectation d'impôts à la Caisse d'Amortissement, le porteur de bons bénéficie d'un véritable gage; l'Etat est dépossédé de recettes qui normalement doivent lui revenir. Les rapports annuels de la Caisse montrent qu'elle a toujours disposé de sommes importantes, largement suffisantes pour lui permettre de faire face à toutes les demandes de remboursement.

3. LES RESSOURCES DE LA CAISSE AUTONOME D'AMORTISSEMENT. — Les ressources de la Caisse Autonome d'Amortissement forment deux groupes. Le premier constitue la dotation prévue par la loi constitutionnelle du 10 août; elle comprend le produit de quatre recettes : les recettes nettes de la vente des tabacs, le produit de la taxe complémentaire sur la première mutation, le produit des droits de succession et des contributions volontaires. Leur montant annuel ne peut descendre au-dessous d'un certain minimum qui est fixé à leur produit au cours de l'exercice 1927; faute de quoi il y aura lieu à l'inscription obligatoire au budget d'un crédit au moins égal à l'insuffisance constatée¹.

(1) Du 1^{er} janvier 1927 au 31 décembre de la même année, les re-

L'affectation du second groupe de recettes n'est garantie que par la loi ordinaire du 7 août 1926. Rentrent dans cette catégorie : les excédents budgétaires, les dons et legs, les produits de loteries, le solde actif laissé par la liquidation de la Caisse d'Amortissement du 28 avril 1816 et enfin « toutes les sommes supplémentaires que les Chambres affecteraient ultérieurement à la dotation de la Caisse ». La loi du 26 mars 1927 lui attribua le produit de l'émission de timbres-poste et de timbres surchargés. Elle reçut le 30 décembre 1928 le produit de la confiscation des espèces et des monnaies nationales; la loi du 7 avril 1930 la fit bénéficier du produit de la mobilisation des annuités du plan Young. Enfin, le décret du 21 septembre 1935 charge la Caisse Autonome d'exploiter le monopole de l'achat, de la fabrication et de la vente des allumettes chimiques et lui en affecte le produit des recettes; il prévoit que l'annuité budgétaire éventuellement nécessaire pour constituer la dotation annuelle minimum sera imputée sur ce produit.

Ce sont là les ressources normales de la Caisse : la loi du 7 août 1926 l'autorise à émettre des titres gagées sur les recettes des tabacs. Elle a recouru plusieurs fois à cette faculté : d'abord et surtout en 1926 pour se créer un fonds de roulement. Les modalités de cet emprunt sont très intéressantes : l'idée d'affectation y est poussée à son maximum, puisque les titres offerts au public comportaient une participation aux bénéfices du monopole de la vente des tabacs. Il s'agissait d'obligations à long terme émises au pair, rapportant un intérêt fixe de 6 %,

cettes ont atteint 5.405 millions de francs, somme qui constitue le minimum au-dessous duquel l'ensemble des ressources constitutionnelles de la Caisse ne peut pas descendre.

auquel s'ajoutait un intérêt variable de 50 centimes par an et par obligation de 500 francs, pour tout excédent annuel de 100 millions du montant des ventes de tabacs, sur un produit fixe de 2 milliards. Ce revenu variable ne pouvait jamais être inférieur à 5 francs pour une année, ce qui portait l'intérêt réel des obligations à 7 % au minimum. C'était donc un placement très avantageux, d'autant plus que les conditions de remboursement n'étaient pas moins favorables : les obligations étaient amortissables en quarante ans avec une prime d'au moins 100 francs et égale à 5 francs par obligation pour chaque excédent de 100 millions du montant des ventes des tabacs sur un produit fixe de 2 milliards. Seules étaient reçues les souscriptions en bons de la Défense Nationale.

Dès 1925, ce fonds rapportait 8,1 % et la prime d'amortissement qu'il comportait risquait de s'accroître dans de fortes proportions; aussi la Caisse décida-t-elle de procéder à une conversion qui réussit complètement. Le nouvel emprunt ne comportait pas de participation aux bénéfices.

4. VALEUR ET PORTÉE DE LA GARANTIE. — Il ne faudrait pas attribuer à cette garantie une valeur qu'elle n'a pas. Deux remarques viennent la limiter.

Il résulte de l'interprétation des textes et des débats parlementaires qui en ont précédé l'adoption que, si l'autonomie de la Caisse et son indépendance financière vis-à-vis des Chambres sont entières, le législateur constitutionnel n'a pas voulu enlever complètement le droit au Parlement d'apporter par la suite les modifications qu'il juge opportunes au système fiscal français. Comme le dit

le professeur Jèze : « Le Parlement pourra modifier librement les tarifs des impôts affectés, à la condition, soit de ne pas en diminuer le produit au-dessous d'un certain montant, soit d'inscrire au budget un crédit de dotation complémentaire »¹. C'est aussi ce qu'a affirmé le Président du Conseil, qui a fait voter le texte constitutionnel, R. Poincaré : « Je reconnais volontiers une fois de plus qu'il ne s'agit point ici d'un empiètement sur la loi constitutionnelle. J'ai dit dès la première heure... que personne ne pouvait songer à restreindre dans une mesure quelconque les droits du Parlement, qu'il était de toute évidence que le Parlement avait le droit de voter comme il l'entendait des modifications à la loi sur les successions ou à celle sur la taxe de la première mutation; cela ne peut souffrir aucune difficulté ». Certains auteurs et hommes politiques sont allés plus loin et ont soutenu que les Chambres restaient libres non seulement de modifier le taux des impôts affectés, mais encore de les supprimer et de les remplacer par une annuité budgétaire fixée de façon que le minimum constitutionnel soit respecté.

A un autre point de vue, le respect de ces affectations dépend uniquement de la bonne volonté du Parlement. Les porteurs de bons ou de titres émis par la Caisse n'ont aucun moyen juridique de faire sanctionner une violation inconstitutionnelle de l'affectation. L'assignation des recettes ainsi organisée, sans contrôle des intéressés, a-t-elle une valeur pratique réelle ? Non, a soutenu Monsieur Léon Blum le 10 août 1926 devant l'Assemblée Nationale : « Mais qui vous obligera, Chambres, à voter tel ou tel crédit budgétaire ? Et si vous vous y refusez,

(1) R. S. L. F., 1926. Assignation de recettes.

quelle est donc l'autorité qui pourra vous y contraindre ? Les droits des Chambres resteront en réalité ce qu'ils sont. Par l'obligation que vous votez aujourd'hui c'est une sorte de cadre constitutionnel que vous construisez. Mais à l'intérieur de ce cadre, vous ne placez en réalité aucune substance, rien qui existe et qui ait chance et nécessité de durer » ¹.

Très légalement le Parlement réuni en Assemblée Nationale à Versailles pourra modifier la loi, la déconstitutionnaliser, la supprimer même. Est-ce à dire qu'il le fera ? Certainement non. L'obligation contenue dans la loi du 10 août 1926 sera sans doute observée par les Chambres. Elle s'impose à elles avec la force morale d'une promesse faite en toute connaissance de cause.

D'ailleurs un moyen très simple de s'affranchir de la garantie consiste à amortir le plus rapidement possible les bons de la Défense Nationale et les titres émis par la Caisse. Dès qu'ils seront intégralement remboursés, la Caisse, dont la seule tâche sera l'amortissement de la portion de Dette dont elle a consenti à se charger par des conventions ultérieures, pourra être dépouillée de ses ressources spéciales.

Créée à un moment où la situation financière du pays était presque désespérée, pour rassurer les porteurs de bons à court terme, les inciter à en demander le renouvellement, elle a pleinement réussi. L'effet psychologique recherché a été obtenu. C'est là, semble-t-il, la seule considération qu'il faille retenir. Le procédé n'était pas excellent peut-être; en tout cas, il n'était ni contraire à la morale, ni périlleux pour l'économie nationale; il était

(1) *Journal Officiel*. Débats Parlementaires, Assemblée Nationale du 10 août 1926, p. 7.

donc acceptable. La garantie constitutionnelle n'a qu'une valeur morale; mais les autres lois constitutionnelles jouissent-elles d'une stabilité et d'une efficacité juridique supérieure ? Non, pourtant, parmi elles il y a les lois organisant la Chambre des Députés, le Sénat, il y a la loi organisant les rapports des pouvoirs publics et celle insistant la forme républicaine du Gouvernement.

CONCLUSION

Arrivé au terme d'une étude, dans laquelle nous avons objectivement passé en revue les plus importants, au moins, des avantages que présentent pour les particuliers les placements en fonds d'Etat, nous sommes obligé de reconnaître que leur ensemble confère aux porteurs de valeurs du Trésor une situation privilégiée parmi les porteurs de valeurs mobilières.

Nous voudrions reprendre rapidement ces quatre groupes d'avantages, en donnant notre opinion personnelle sur les points essentiels ou qui nous paraissent tels.

I

Le régime fiscal général des fonds publics, et par cette expression nous voulons dire exemption de l'impôt spécial sur les valeurs mobilières et acquittement de l'impôt général sur le revenu, ne nous semble pas critiquable.

L'impôt cédulaire est proportionnel; les fonds d'Etat n'y étant pas soumis bénéficient d'une stabilité de rendement, qui n'est pas un vain mot en ce début du vingtième siècle où en vingt ans, de 1918 à 1938 le taux de l'impôt a varié entre 5 % et 27 %. La clientèle des fonds publics se contente souvent d'un intérêt modique, parce qu'elle sait qu'elle recevra intégralement ce qui lui a été promis; elle n'a pas le goût ou le loisir ou les aptitudes

de rechercher ailleurs des placements, peut-être moins sûrs, mais plus rémunérateurs. Nous pensons que cette exemption doit être maintenue; une imposition des fonds existants serait contraire à l'engagement pris par l'Etat et dont le respect s'impose à lui avec d'autant plus de force qu'il pourrait le transgresser impunément. Nous pensons aussi qu'il sera toujours plus avantageux pour lui de maintenir cette immunité et que devraient être soigneusement écartés les projets et propositions d'imposition dont le crédit public fera tous les frais.

L'exemption de l'impôt cédulaire peut être, à cause de son caractère proportionnel et réel, considérée comme une augmentation indirecte du taux de l'intérêt et égale pour tous; il n'en est pas de même de l'exonération fiscale complète qui semble inconciliable avec le principe de l'impôt global et progressif. L'impôt général frappe la totalité des sommes, dont peut disposer le contribuable, quelle qu'en soit la source : capital ou travail. Pourquoi en exempter les arrérages des fonds publics ? Si vraiment un avantage supplémentaire doit être accordé, nous pensons qu'il sera préférable de le rechercher dans une augmentation du taux de l'intérêt. L'exemption ne serait pas non plus équitable, puisqu'elle ne profiterait pas aux petits contribuables, tandis que les moyens et gros contribuables y trouveraient seuls un profit et un profit d'autant plus élevé que leur revenu est plus considérable. Une telle exemption, si complète, peut être admise, sinon justifiée quand, accordée sous l'empire de la nécessité, elle ne s'applique qu'aux titres de la Dette à court terme, comme ce fut le cas en 1924; ainsi limitée, elle peut être supprimée à tout moment par le Gouvernement et le droit commun se trouvera rétabli quelques mois plus tard.

Mais lorsqu'il s'agit de la promettre à des souscripteurs de titres à long terme ou de titres perpétuels, les inconvénients en sont nombreux et importants. Elle introduit dans notre système fiscal une fissure qui nuit à son harmonie doctrinale, à son esprit d'égalité et à son rendement. Sans doute, les souscriptions à l'emprunt 4 % 1925 n'étaient reçues que sous forme de bons de la Défense Nationale et il a paru possible d'offrir la même immunité aux titres nouveaux qu'aux bons anciens. C'était en réalité prendre un engagement beaucoup plus grave et dont il est difficile de se libérer, sans mécontenter les porteurs et leur inspirer des doutes sur la valeur des promesses de l'Etat.

II

Les avantages que nous avons appelé patrimoniaux permettent aux capitaux libres de s'investir en fonds d'Etat à des conditions sensiblement comparables à celles que procurent les placements privés et en particulier les obligations industrielles. Le taux d'intérêt réel offert par l'Etat ne diffère qu'assez peu de celui qui est au même moment pratiqué sur le marché financier. Sans doute, l'Etat cherche-t-il à emprunter au taux le plus bas possible, mais il doit se garder de le fixer à un chiffre qui détournerait le public de la souscription.

La question si discutée, si critiquée de l'émission au-dessous du pair et de la prime de remboursement a reçu une solution législative par un décret-loi daté du 12 novembre 1938 : le prix d'émission des emprunts du Trésor et de ceux garantis par l'Etat ne pourra pas être à l'avenir inférieur à 90 % de la valeur nominale des titres et

la prime de remboursement supérieure à 5 %. Cette mesure, dit le rapport qui précède le dispositif du décret, a été prise pour éviter les formules trop onéreuses, qui sont de nature à mettre obstacle à des conversions légitimes. Remarquons pourtant qu'aucun emprunt d'Etat ne peut être émis qu'en vertu d'une autorisation des Chambres, il leur sera facile alors de ne pas tenir compte du décret et même de l'abroger. L'opportunité en ce domaine sert bien souvent de guide. Si vraiment le public est attiré par une assez forte prime de remboursement au point de consentir un intérêt moindre, pourquoi ne pas lui donner satisfaction ? L'Etat peut même, tout compte fait, y trouver bénéfice. Supposons par exemple qu'il ait à se procurer un milliard de francs au moyen d'obligations trentenaires : il peut offrir des titres au pair et remboursables au pair rapportant 6 %. Le total des sommes déboursées par lui tant pour le service des intérêts que pour le remboursement du capital sera de 2.800 millions de francs; mais le public peut faire meilleur accueil à des obligations émises au pair et assorties d'une prime de remboursement de 25 % et ne rapportant que 5 %. Le coût de cet emprunt atteindra 2.750 millions : l'opération est moins onéreuse; en réalité l'avantage de cette deuxième combinaison est plus grand parce que l'annuité nécessaire au service des intérêts est plus faible et que la somme annuellement économisée (10 millions dans l'exemple choisi) peut faire l'objet d'emplois productifs.

Il serait possible aussi de démontrer que l'octroi d'une forte prime d'émission n'est pas toujours dangereux pour les finances publiques, si elle s'accompagne d'un taux d'intérêt nettement plus faible.

Malgré ces constatations, nous n'en dirons pas moins

que ces pratiques doivent être écartées le plus possible des émissions publiques. Elles rendent souvent malaisées, toujours plus tardives, les conversions. Surtout, d'après les termes mêmes dont se sert le professeur Jèze : « ...une émission au-dessous du pair ou avec une prime de remboursement opère une répartition inéquitable des charges publiques entre les générations successives. Le bénéfice de la diminution du taux d'intérêt n'est obtenu que moyennant la surcharge pour les générations futures de la prime de remboursement. C'est donc une politique d'égoïsme. Cette seule raison suffit, à mon avis, à la faire écarter ».

Le maintien des cours des valeurs publiques en bourse préoccupe à juste raison l'Etat. Les mesures variées qu'il a prises n'ont pas à notre avis une valeur égale. Nous approuvons toutes les dispositions qui ont pour résultat d'accroître régulièrement la demande, comme les placements obligatoires imposés aux groupements publics et privés, ou de procéder à un amortissement continu de la Dette publique, ainsi qu'il en est de l'acquittement, d'ailleurs exceptionnel, d'impôts au moyen de titres d'Etat. Mais l'activité des fonds de soutien et les achats massifs de rente prêtent le flanc à plus d'une critique. Tant qu'il ne s'agit que de régulariser le marché, d'éviter des variations de cours anormales et sans relation avec le volume des échanges, l'intervention étatique se comprend; mais lorsqu'elle veut enfler artificiellement les cours pour résister à un mouvement de baisse, conséquence d'une situation économique troublée, elle présente des inconvénients graves. Du moment qu'un organisme public soutient les cours, les particuliers sont tentés de jouer à la hausse des rentes; l'esprit de spéculation se dé-

veloppe; si l'on sait que les efforts se porteront vers un titre de rente, la spéculation jouera en toute tranquillité; qui en fera les frais ? Les caisses publiques et la bourse des contribuables. L'action à la hausse se cantonne le plus souvent sur un ou plusieurs titres de rente jugés caractéristiques; les porteurs des rentes délaissées se plaindront vivement et feront valoir qu'ils ont les mêmes titres à la sollicitude des pouvoirs publics. Il est facile de constater que l'action du fonds de soutien de 1937 s'est principalement porté sur le 3 % perpétuel. Entre le 3 % et le 4 % 1917-18, perpétuel lui aussi, il existait d'ordinaire une différence de cours, qui, sans être exactement proportionnelle à la différence des rendements, était notable; c'est ainsi que de janvier à septembre 1931, par exemple, le 3 % oscillait entre 85 et 90 francs, tandis que le 4 % cotait entre 100 et 105 francs. Le fonds de soutien créé en 1937 en ne faisant pas porter uniformément ses achats sur tous les titres a permis ce résultat en apparence paradoxal qu'un fonds perpétuel rapportant 4 % est arrivé à valoir moins qu'un fonds rapportant 3 % et perpétuel lui aussi.

Les achats massifs de rentes qui ont précédé la grande conversion de 1932 ont seuls permis aux cours de certains titres convertis d'atteindre et dépasser le pair. Le loyer de l'argent à long terme qui avait toujours été inférieur à 4 % en 1931 s'était élevé et atteignait 5 % en juillet 1932¹. La conversion, facilement réalisable en 1931, avait été ajournée, par suite des préoccupations politiques des députés, qui à la veille du renouvellement de leur mandat, se souciaient peu de mécontenter une partie importante

(1) GERMAIN-MARTIN. *Le problème financier, 1930-1936*. Editions Domot Monchrestien, Paris, 1936.

de leur corps électoral. Elle ne fut possible que grâce à l'intervention de la Caisse d'Amortissement et plus encore de la Caisse des Dépôts et Consignations, qui réussirent à faire baisser le taux réel de l'intérêt de 5,15 % en juin à 4,75 % en août de la même année. La conversion réalisée, l'intervention cessa et les porteurs qui avaient accepté la réduction d'intérêt virent avec tristesse le cours des nouveaux titres passer de 100 francs, à 90 francs en février 1933, et 83 francs en mai suivant. Le magnifique succès technique de l'opération qui apportait au budget général de l'Etat une économie annuelle de 1407 millions de francs, n'était peut-être pas aussi favorable à la bonne tenue du crédit public; plus d'un possesseur de fonds public n'oubliera pas facilement qu'elle lui fit perdre en 5 mois 10 % de son capital et 17 % en 7 mois; ce souvenir ne sera-t-il pas de nature à gêner les conversions futures ?

Ces faits nous obligent à penser que l'Etat doit soigneusement se tenir à l'écart des jeux de bourse. Prendre des mesures pour assurer des cours réguliers à ses rentes, il le peut. Spéculer, moralement il ne le doit pas; ce n'est pas dans ses attributions.

III

Que faut-il penser des garanties monétaires ? Convient-il de les généraliser ou au contraire de les proscrire ?

La dépréciation de la monnaie est l'un des risques les plus graves que court celui qui prête ses fonds à l'Etat. Ce dernier, si aucune clause n'a été prévue, effectuera le service de ses emprunts en monnaie légale du moment; cette monnaie, si elle a conservé la même définition mé-

talique peut avoir subi une diminution de sa valeur d'achat, ce n'est pas important en général. Mais la monnaie légale peut être du papier-monnaie et la dépréciation atteindra parfois une proportion considérable, à moins qu'elle ne se transforme en une banqueroute complète.

Contre ce danger exorbitant, les particuliers ont voulu se protéger. L'Etat a dû quelquefois offrir des garanties. Le meilleur moyen, scientifiquement le seul infaillible, consisterait dans l'insertion d'une clause de pouvoir d'achat constant et c'est pour cela que nous lui avons consacré quelques pages, quoiqu'aucun emprunt n'en ait été assorti. Nous ajoutons d'ailleurs que si jamais une telle modalité était accordée, elle devrait avoir pour contrepartie un taux d'intérêt extrêmement faible, 2 ou 2 ½ % par exemple sans avantage accessoire comme émission au-dessous du pair ou prime de remboursement. Nous ne croyons pas qu'elle se réalisera dans un avenir prochain. Nous n'en sommes d'ailleurs pas partisan comme nous ne sommes pas partisan des autres clauses de sauvegarde.

Elles ont toutes le grave inconvénient pour l'Etat d'entraîner automatiquement l'augmentation du montant des sommes nécessaires au service de la Dette, alors que ses recettes ont tendance à se maintenir constantes. Si tous les emprunts français réalisés jusqu'en 1920 avaient été assortis de stipulations de ce genre, le rétablissement de 1926-1928 aurait été impossible, du moins sans une réduction, au moins partielle du capital et des intérêts.

Le prêteur y trouve aussi un bénéfice injustifié : la dévalorisation de la monnaie n'entraîne pas nécessairement une hausse du coût de la vie égale ; à cet égard on peut, par exemple, constater que le glissement de la livre an-

glaisè par rapport à l'or et aux monnaies étrangères n'à pas eu pour conséquence de provoquer en Angleterre une augmentation des prix; bien plus le mouvement de baisse qui s'était manifesté dès 1929 n'en a pas été interrompu. Pourquoi les porteurs de titres d'Etat verraient-ils augmenter leurs revenus ?

Libeller un emprunt en monnaie étrangère est tout à fait normal quand il s'agit de le placer sur un marché financier étranger; il est alors difficile d'empêcher les citoyens français d'en acquérir les titres; il faut cependant en limiter le plus possible la diffusion sur le marché national, en interdire la cotation et la vente sur les bourses des valeurs françaises et en effectuer le service uniquement dans le pays où il a été émis.

L'emprunt-or, l'emprunt assorti d'une garantie ou d'une option de change doit être tout à fait exceptionnel; nous dirons même que seule la plus impérieuse nécessité peut le faire apparaître. Il peut fournir à un moment donné la masse d'argent nécessaire à remettre en marche l'économie nationale après une crise particulièrement grave; il ne doit être que provisoire : son amortissement rapide ou son remboursement doit être envisagé dès que la situation permet de faire appel au crédit dans des conditions normales. Un décret-loi du 12 novembre 1938 a décidé pour ces raisons que « Aucun emprunt comportant une clause-or ne peut être émis pour le compte de l'Etat, des départements, des communes, des établissements publics, des colonies. La même règle s'applique aux emprunts garantis par l'Etat ». Seule paraît être interdite la clause-or; mais comme aucun emprunt n'en a jamais profité et en interprétation de certaines paroles gouvernementales, nous pensons qu'il convient de considérer ce

texte comme une condamnation générale de tout emprunt comportant une échelle mobile : emprunt-or, emprunt à option ou garantie de change.

Le crédit public ne peut s'accommoder d'une solution inspirée de ces idées : la dépréciation de la monnaie pose pour l'économie toute entière du pays un problème qui appelle une solution générale. Une monnaie saine, une monnaie stable est nécessaire, indispensable aux transactions de toutes sortes. Toute variation dans sa valeur entraîne toujours des conséquences graves dans la vie économique sociale et politique. « L'histoire, dit le professeur Gonnard, confirme la vieille leçon des Oresme, des Copernic, des Mariana, des Bodin, de tous ceux qui ont affirmé que la monnaie doit être droite, fixe dans ses poids, titres, dénomination, simple, et ne prêtant ni à la spéculation des particuliers, ni aux exactions de l'Etat » ¹.

IV

Enfin le système des sûretés réelles ou personnelles ne nous paraît pas devoir être conseillé, même dans les périodes difficiles. Seuls en usent régulièrement les Etats dont le crédit laisse à désirer. L'Etat français ne doit pas être rangé parmi eux ; il a toujours fait face à ses engagements ; rien ne permet de dire qu'il pourrait un jour en être autrement.

Sa faible valeur juridique, l'absence de voie d'exécution, de sanction n'en rendent pas la généralisation désirable pour les prêteurs.

Adopté en 1926 pour redonner confiance aux porteurs

(1) R. GONNARD. *Histoire des doctrines monétaires*, tome II, p. 441.

de bons de la Défense Nationale, il a permis à la Caisse Autonome de procéder à la consolidation de la dette flottante. Actuellement le maintien de l'affectation de recettes ne semble pas nécessaire. La Caisse Autonome a changé de caractère; il n'est pas exagéré de dire qu'aujourd'hui ce n'est plus qu'un organisme spécial, chargé d'assurer la presque totalité du service de la Dette publique; elle règle aussi quelquefois les autres dettes contractées par l'Etat, même administratives; elle a accepté de procéder à partir de 1939 à l'amortissement de la dette des anciens grands réseaux de chemins de fer¹.

L'affectation de recettes conduit à distinguer deux sortes de dettes publiques : la dette garantie et la dette non garantie. Cette distinction ne nous semble pas acceptable : toutes les dettes doivent être acquittées et s'il arrivait que, par un cas de force majeure, l'Etat ne puisse faire face à la totalité de ses engagements, il est juste que tous les créanciers soient touchés dans la même proportion : l'égalité de traitement entre tous les souscripteurs et porteurs de titres d'Etat, doit être une des bases du crédit public.

Vu : le Président de la Thèse,

A. BLONDEL.

Vu : le Doyen

Pierre LOUIS-LUCAS.

Vu et permis d'imprimer.

Le Recteur de l'Académie de Dijon,

E. SPENLÉ.

(1) Convention du 12 novembre 1938 approuvée par un décret-loi du même jour.

TABLE DES MATIÈRES

BIBLIOGRAPHIE	7
INTRODUCTION	9
CHAPITRE I. — AVANTAGES D'ORDRE FISCAL	13
<i>Section I.</i> — L'immunité fiscale de la Dette publique ..	15
<i>Section II.</i> — L'exemption exceptionnelle de l'impôt complémentaire sur le revenu global	34
CHAPITRE II. — AVANTAGES D'ORDRE PATRIMONIAL	43
<i>Section I.</i> — Le taux de l'intérêt	46
<i>Section II.</i> — Les avantages patrimoniaux accessoires.	61
<i>Section III.</i> — Les avantages consentis intuitu personae	83
CHAPITRE III. — AVANTAGES D'ORDRE MONÉTAIRE	91
<i>Section I.</i> — L'emprunt-or	95
<i>Section II.</i> — L'emprunt libellé en une monnaie étran- gère	102
<i>Section III.</i> — L'option de change	105
<i>Section IV.</i> — La garantie de change	110
<i>Section V.</i> — L'option de place	123
<i>Section VI.</i> — L'emprunt à pouvoir d'achat constant..	126
CHAPITRE IV. — GARANTIES ACCORDÉES AUX PRÊTEURS	131
<i>Section I.</i> — Sûretés personnelles	132
<i>Section II.</i> — Sûretés réelles	136
CONCLUSION	149

